

TVANGSINNØSNING AV MINORITETSAKSJONÆRER

Kandidatnummer: 222

Veileder: Kristin Normann

Leveringsfrist: 25. november 2005

Til sammen 17 959 ord

24.11.2005

Innholdsfortegnelse

1	<u>INNLEDNING</u>	1
1.1	Oppgavens tema	1
1.2	Avgrensninger	1
1.3	Definisjoner	1
1.4	Begrunnelsene for reglene om tvangsinnløsning	2
1.4.1	Innledning	2
1.4.2	Tvangsinnløsning er unntak fra hovedregelen	3
1.4.3	Hensyn til majoritetsaksjonæren	3
1.4.4	Hensyn til minoritetsaksjonærene	4
1.5	Kort om den videre fremstilling	5
2	<u>RETTSKILDER</u>	6
2.1	Forarbeider	6
2.2	Skjønnspraksis	6
2.3	Økonomiske teorier	7
2.4	Fremmed rett	8
3	<u>VILKÅR FOR Å KREVE TVANGSINNLOSNING</u>	9
3.1	Innledning	9
3.2	Hvem kan kreve innløsning?	9
3.3	Overfor hvem kan innløsning skje?	11
3.4	Kapitalvilkåret	11
3.4.1	Innledning	11
3.4.2	Gjenstanden for innløsning	12
3.4.3	Beregningen av den samlede aksjekapital	12
3.4.4	Majoritetsaksjonærens aksjer	13
3.5	Kravet om stemmerettsandel	20
3.6	Forholdet til verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt	21
3.6.1	Innledning	21
3.6.2	Krav om tvangsinnløsning fremsatt etter akseptfristens utløp	23
3.6.3	Krav om tvangsinnløsning fremsatt før akseptfristens utløp	23
3.6.4	Krav om tvangsinnløsning før pliktig tilbud er fremsatt	25
3.7	Hvor lenge må vilkårene for å foreta innløsning være oppfylt?	26

<u>4</u>	<u>INNLØSNINGSPROSESSEN</u>	<u>28</u>
4.1	Beslutning og registrering	28
4.2	Løsningstilbudet	29
4.2.1	Situasjonen når majoritetsaksjonæren krever tvangsinnløsning	29
4.2.2	Situasjonen når minoritetsaksjonærene krever tvangsinnløsning	30
4.3	Sikkerhet for løsningssummen	32
4.4	Avtaleslutningsmekanismen	33
4.5	Aksepten	34
4.6	Binding ved passivitet	35
4.7	Revisjon etter avtaleloven § 36	36
4.8	Vernetting	37
<u>5</u>	<u>VERDSETTELSESTIDSPUNKT OG ETTERFØLGENDE FAKTISKE FORHOLD</u>	<u>37</u>
5.1	Verdsettelsestidspunkt	37
5.1.1	Innledning	37
5.1.2	Rettspraksis	38
5.1.3	Juridisk litteratur	39
5.1.4	Rimelighetsbetraktninger	40
5.1.5	Konklusjon	41
5.2	Etterfølgende faktiske forhold	41
5.3	Bevisbyrde og bevisføringsplikt	45
5.3.1	Bevisbyrde	45
5.3.2	Bevisføringsplikt	46
<u>6</u>	<u>VERDSETTELSESPRINSIPPET</u>	<u>47</u>
6.1	Innledning	47
6.2	Loven	48
6.3	Forarbeider	48
6.4	Rettspraksis	49
6.4.1	Skjønnspraksis	49
6.4.2	Norway Seafoods-dommen	50
6.5	Juridisk teori	52
6.6	Andre innløsningshemler	53
6.7	Konklusjon	53
6.8	Konsekvenser av Norway Seafoods-dommen	53

6.9	Betydningen av at aksjene tilhører minoriteten/spørsmål om rabatter	54
6.9.1	Innledning	54
6.9.2	Juridisk teori	54
6.9.3	Rettspraksis	55
6.9.4	Konklusjon	56
6.10	Et høyeste verdis prinsipp?	56
<u>7</u>	<u>VERDSETTELSESMETODEN</u>	<u>57</u>
7.1	Innledning	57
7.2	Markedsverdi	58
7.3	Substansverdi	62
7.4	Avkastningsverdi	63
7.5	Synergieffekter	64
<u>8</u>	<u>KORT OM RENTER OG SAKSOMKOSTNINGER</u>	<u>67</u>
8.1	Renter	67
8.2	Saksomkostninger	68
<u>9</u>	<u>KILDER</u>	<u>70</u>
9.1	Lover	70
9.2	Forskrifter	70
9.3	Forarbeider	70
9.4	Høringsnotat	71
9.5	Domsregister	71
9.5.1	Norsk Retstidende (Rt)	71
9.5.2	Rettens Gang (RG)	72
9.5.3	Skjønnspraksis	72
9.5.4	Nytt juridisk arkiv (NJA)	72
9.6	Trykket litteratur	73

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema

Oppgaven omhandler tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Slik tvangsinnløsning kan foretas med hjemmel i lov om aksjeselskaper (asl.) § 4-26 og lov om allmennaksjeselskaper (asal.) § 4-25. Regelen går i hovedsak ut på at en aksjonær med mer enn ni tideler av aksjekapitalen og stemmene i målselskapet har rett til å tvangsinnløse minoritetsaksjonærene. Minoritetsaksjonærene har en korresponderende rett til å kreve seg utløst av majoritetsaksjonæren.

1.2 Avgrensninger

Avhandlingen behandler vilkårene for å kreve tvangsinnløsning etter asl./asal. § 4-26/25, innløsningsprosessen, samt reglene for verdsettelsen av aksjene.

Jeg går ikke inn på den konkrete verdsettelse av de enkelte poster, da det er en oppgave som krever inngående økonomisk kunnskap. I tillegg ville en slik fremstilling ha sprengt grensene for denne avhandlingen.

1.3 Definisjoner

Loven bruker ikke uttrykket ”tvangsinnløsning”. I stedet snakker den om ”tvungen overføring”. Jeg bruker imidlertid uttrykket ”tvangsinnløsning” og ”innløsning”, da disse uttrykkene er innarbeidet både i rettspraksis og juridisk teori.¹

Begrepet majoritetsaksjonær og majoritet benyttes i det følgende både om den situasjon hvor et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap alene eller gjennom datterselskap oppfyller

¹ Se blant annet Rt. 2003 side 713, Krohn 2000, Andenæs 1998, Woxholth 2003, Bråthen 1999, Wahlstrøm 1994, Steinsvik 2001, Bergman 1992, Johansson 2003.

90 % - kravet, og om situasjoner der en privat aksjeeier oppfyller kravet etter asl./asal § 4-26/25 syvende/ sjette ledd.

Både ”minoritet” og ”minoritetsaksjonær” benyttes, uten at det er tiltenkt noen realitetsforskjell mellom de to uttrykkene.

”Objektselskap”/”målselskap” er det selskap hvis aksjer er gjenstand for tvangsinnløsning.

Det er vanlig å snakke om ”innløsning” og ”utløsning” når det er henholdsvis majoritetsaksjonæren og minoritetsaksjonærene som fremsetter innløsningskravet. Begge uttrykk viser imidlertid til tvangsinnløsning etter asl./asal. § 4-26/25.

1.4 Begrunnelsene for reglene om tvangsinnløsning

1.4.1 Innledning

Hovedregelen i aksjeselskaper når det gjelder omsetning av aksjer er, dersom ikke andre regler er vedtektsfestet, at det kreves samtykke fra selskapet, jfr. asl. § 4-15 annet ledd. Selskapet kan imidlertid bare nekte samtykke dersom det foreligger saklig grunn, jfr. asl. § 4-16 annet ledd. Aksjene i et aksjeselskap er ikke gjenstand for markedsmessig omsetning i samme grad som aksjene i et allmennaksjeselskap. Dermed er det særlig behov for å kunne komme seg ut av aksjeselskaper på annen måte.

I et allmennaksjeselskap kan en aksjeeier, dersom ikke annet er fastsatt i vedtektene, fritt selge, bytte bort, gi bort, testamentere bort eller pantsette aksjene sine, jfr. asal. § 4-15 første ledd. Hovedbegrunnelsen for prinsippet om aksjers frie omsettelighet er at aksjonærens person anses for å ha underordnet betydning for selskapsforholdet i allmennaksjeselskaper.² I tillegg er betydningen av den enkelte aksjonærs person liten og allmennaksjeloven forutsetter at allmennaksjeselskapet skal kunne være en stor organisasjon med mange deltakere hvor det ikke behøver å ha noen avgjørende betydning

² Se Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 94.

hvem som er medlem. Den frie omsetningen av aksjer er videre en forutsetning for at allmennaksjeselskapet skal kunne være et tjenlig redskap for å skaffe kapital til økonomisk virksomhet.³

1.4.2 Tvangsinnløsning er unntak fra hovedregelen

Tvangsinnløsning innebærer et unntak fra hovedregelen om fri omsettelighet av aksjer. Dersom vilkårene for tvangsinnløsning er oppfylt, har man ingen mulighet til å unnvike et tvangsinnløsningskrav. Man tvinges altså til å overta eller gi fra seg aksjer. Når aksjen tvangsinnløses, mister aksjonæren alle sine aksjonærrettigheter, og har kun et krav på oppgjør for aksjene.⁴

Det er intet vilkår for tvangsinnløsning at det foreligger mislighold, bristende forutsetninger eller myndighetsmisbruk, slik tilfellet er for de øvrige innløsningsreglene.⁵

Forarbeidene til aksjeloven av 4.juni 1976 nr. 59 berører tvangsinnløsningsreglenes begrunnelse.⁶ Noen tilsvarende gjennomgang av begrunnelsene for regelen er ikke foretatt i forarbeidene til de nye aksjelovene. At lovgiver ikke har kommentert dette sentrale spørsmål i forbindelse med lovendringen, taler for at de er enig i den begrunnelse som er gitt i Innstillingen av 1970.

1.4.3 Hensyn til majoritetsaksjonæren

For det første begrunnes innløsningsretten med at majoritetsaksjonæren kan ha praktiske problemer med en liten minoritet. En slik minoritet vil begrense majoritetens handlefrihet, og derfor gjøre det vanskeligere å styre selskapet.⁷

³ Bråthen 1996 s. 167.

⁴ Wahlstrøm 1994 s. 212.

⁵ Jfr. asl. §§ 4-24, 4-25, 12-7, 16-19, asal. §§ 12-7, 16-19.

⁶ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s. 183-184.

⁷ Jfr. Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s. 183-184.

Videre kan innløsningen være første skritt i forberedelsen av en fusjon mellom mor- og datterselskap. Innløsning kan gi grunnlag for forenklet fusjon etter § 13-23. Men innløsningen er ikke betinget av at det skal skje en senere fusjon.⁸

Reduksjon av spekulering blant aksjonærene i oppkjøpssituasjoner er en annen begrunnelse for innløsningsretten.⁹ Tvangsinnløsning kreves ofte av en majoritetsaksjonær i forbindelse med oppkjøp. Majoritetsaksjonæren A vil i en oppkjøpssituasjon først fremsette tilbud om å kjøpe aksjene til aksjeeierne i selskap B. Tilbudet vil ofte være knyttet til en forutsetning om at alle aksjeeierne i B takker ja til tilbudet og selger sine aksjer eller foretar en innbytting med aksjene i A. Dersom A ikke hadde kunnet kreve tvangsinnløsning av de eventuelt resterende aksjene etter et slikt oppkjøp, kunne aksjeeierne i B ha spekulert i om de skulle godta eller avslå tilbudet fra A. Aksjeeierne i B kunne oppnå fordeler ved å avslå tilbudet. Aksjonærene i B vet at det ville ha blitt en ulempe for A å bli sittende igjen med en liten minoritet. De aksjeeierne i B som ikke godtar tilbudet om å selge eller bytte inn sine aksjer vil komme i en gunstig posisjon fordi A vil være villig til å gi mye for de resterende aksjene for på den måten å oppnå full kontroll over B.

1.4.4 Hensyn til minoritetsaksjonærene

Mindretallsaksjonærenes rett til å kreve seg utløst er begrunnet i andre hensyn enn majoritetsaksjonærens tilsvarende rett.

I forarbeidene uttales at minoritetsaksjonærer generelt sett vil ha vanskeligheter med å komme seg ut av selskapet og få en pris for aksjene som står i rimelig forhold til den underliggende verdien av aksjen.¹⁰ Når en aksjonær oppnår over 90 % av eierandelen og stemmerettsandelen i et selskap vil dette kunne få store økonomiske konsekvenser for minoriteten. For det første vil det i slike tilfeller sjelden finnes et fungerende marked for salg av minoritetens aksjer. På grunn av majoriteten vil likviditeten til de gjenværende aksjene kunne reduseres. Hvem vil vel kjøpe aksjer i et selskap hvor en dominerende

⁸ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s. 184.

⁹ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s. 184.

¹⁰ NOU 1996:3 s. 73

majoritet bestemmer alt? Bestemmelsen gir således et minoritetsvern, idet den utgjør en mulighet for minoriteten til å komme seg ut av selskapet i slike situasjoner.¹¹

I forarbeidene sies det videre at behovet for minoritetsvern ikke er like stort i allmennaksjeselskaper hvor det foreligger et marked for omsetning av selskapets aksjer. Denne siste uttalelsen krever etter min mening en presisering. Siden det foreligger et marked for omsetning av aksjer i allmennaksjeselskaper, vil muligheten for å få solgt aksjen til en rimelig pris teoretisk sett være til stede. Man må imidlertid ta høyde for at det i praksis kan være liten etterspørsel etter aksjer i et selskap hvor en majoritet har tilnærmet full kontroll. Dette vil med stor sannsynlighet føre til en lavere pris på aksjene, og minoriteten får derfor i praksis ikke den prisen for aksjene som de etter de underliggende verdiene i selskapet skulle hatt. Slik jeg ser det har derfor minoritetsaksjonærene i allmennaksjeselskap også behov for minoritetsvern, slik som minoritetsaksjonærene i aksjeselskap.

En annen grunn til å la mindretallet kreve seg utløst av majoriteten er at de ikke vil være vernet av de lovfestede minoritetsrettighetene som forutsetter en eierandel på mer enn en tidel av aksjene.¹² I Innstillingen påpekes det at dette er et moment av ”vesentlig vekt” for å kunne kreve tvangsinnløsning.¹³

1.5 Kort om den videre fremstilling

I det følgende vil jeg i kapittel 2 si noe om det særegne ved rettskildesituasjonen på området. I kapittel 3 behandles vilkårene for å kreve tvangsinnløsning, og i kapittel 4 ser jeg nærmere på selve innløsningsprosessen. Kapittel 5 tar for seg generelle spørsmål angående verdsettelsen, før verdsettelsesprinsippet behandles i kapittel 6.

¹¹ Slik også Wahlstrøm 1994 s. 210.

¹² Se asl. §§ 5-6 annet ledd, 5-25 annet ledd, 8-4, 17-4, asal. §§ 5-25 annet ledd, 17-4. Noen av minoritetsrettighetene krever imidlertid en annen eierandel, se asl. § 16-14 første ledd nr. 2 (20 %), asal. §§ 5-7 annet ledd (5 %), 8-4 (5 %), 16-14 første ledd nr. 2 (20 %).

¹³ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970, s. 184.

Verdsettelsesmetoden behandles i kapittel 7. Endelig foretas en kort gjennomgang av reglene om renter og saksomkostninger i kapittel 8.

2 Rettskilder

2.1 Forarbeider

Det finnes to sett felles forarbeider til aksjeloven / allmennaksjeloven. Dette skyldes at det første lovutkastet med forarbeider ble sendt tilbake til Regjeringen av Odelstinget.

Forarbeidene er NOU 1992:29, Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) og Innst.O. nr. 45 (1994-1995), og NOU 1996:3, Ot.prp. nr. 23 (1996-1997), Ot.prp. nr. 39 (1996-1997) og Innst.O. nr. 80 (1996-1997).

Ved motstrid mellom de to må forarbeidene til det vedtatte lovutkast gå foran.

I tillegg finnes relevante forarbeider fra den gamle aksjeloven. Disse er Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 og Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) om aksjeselskaper.

2.2 Skjønnspraksis

Det finnes en relativt omfattende skjønnspraksis vedrørende tvangsinnløsning. De fleste er underskjønn, men det er også noen overskjønn. Den rettskildemessige vekten av skjønn avhjemlet i første instans er, som underrettspraksis generelt, begrenset.¹⁴ At en del av skjønnene er upubliserte, bidrar til å svekke deres vekt. Imidlertid vil hovedtrekkene i skjønnene kunne tillegges en viss verdi dersom de er tilstrekkelig klare og går i samme retning.¹⁵ Dette er tilfelle blant annet for den etablerte praksisen om at rente av løsningssummen skal tilkjennes.¹⁶

¹⁴ Se Eckhoff og Helgesen 2001 s. 162.

¹⁵ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 64.

¹⁶ Se punkt 8.1.

I første og annen instans er skjønnsrettene satt sammen av personer med særlig kompetanse innen verdsettelse.¹⁷ Det er derfor grunn til å legge vekt på skjønnspraksis i verdsettelsesspørsmål, som er et vanskelig tema for jurister. For innløsningsvilkårene derimot, er det ikke like god grunn til å legge vekt på skjønnspraksis, da dette er mer rendyrkede juridiske spørsmål som jurister har best forutsetninger for å avgjøre.

2.3 Økonomiske teorier

Et særlig rettskildespørsmål er om økonomiske teorier som anvendes i forbindelse med verdsettelsen av aksjene er å anse som rettskilder eller ikke. Det er en viss uenighet om spørsmålet i den juridiske teori. Krohn¹⁸ er kritisk til å klassifisere økonomiske teorier som rettskilder, mens Flodhammar¹⁹ er av motsatt oppfatning.

At Høyesterett²⁰ har sagt det skal avgjøres konkret i det enkelte tilfelle hvilken verdsettelsesmetode som skal anvendes, trekker i retning av at verdsettelsesmetodene ikke er rettskilder.

På den ene siden kan manglende rettsliggjøring av for eksempel hvilken verdsettelsesmetode som skal anvendes i spesielle typer saker, føre til at partenes forutberegnelighet blir dårligere.

På den annen side er verdsettelsessituasjonene vidt forskjellige, og det foretas en helt konkret verdsettelse i det enkelte tilfelle. Som jeg vil komme tilbake til, er det overordnede målet i den enkelte tvangsinnløsningssituasjon å komme frem til aksjenes virkelige verdi. Hvilken metode man anvender, må derfor bli underordnet. Dersom verdsettelsesmetodene skulle anses som rettskilder, ville det for eksempel kunne føre til at alle skipsselskaper skulle verdsettes etter substansverdi.²¹ Dette ville være uheldig ettersom det kan dukke opp en tvangsinnløsningssak hvor en annen metode enn substansverdimetoden er best egnet for

¹⁷ Jfr. Krohn 2000 s. 28.

¹⁸ Krohn 2000 s. 30.

¹⁹ Flodhammar 1980 s. 208-209.

²⁰ Rt. 2003 side 713 avsnitt 79.

²¹ Jfr. Krohn 2000 s. 31.

å finne frem til den virkelige verdi av skipsselskapet. En rettsliggjøring av metoden ville ha bundet skjønnsretten til å anvende substansverdimetoden, til tross for at andre metoder var bedre egnet i det aktuelle tilfellet.

Etter min mening kan dette ikke være meningen. Metodene skal være hjelpemidler, ikke skranker, for å komme frem til selskapenes virkelige verdi.

Konklusjonen blir at økonomiske teorier ikke er å anse som rettskilder.

2.4 Fremmed rett

Det er alminnelig antatt i norsk rettskildelære at fremmed rett er *relevant* ved lovtolkingen.²² Spørsmålet blir da hvilken *vekt* fremmed rett skal ha ved tolkingen av norske lover.

Utgangspunktet er at det er de norske rettskildefaktorene som skal anvendes ved løsningen av norske rettsspørsmål.²³ Utenlandske rettskildefaktorer kan gi veiledning, men har tradisjonelt ikke blitt tillagt stor vekt.

Når det gjelder reglene om tvangsinnløsning har det betydning at regelen om tvangsinnløsning ble innført på bakgrunn av et nordisk lovsamarbeid. Dette taler for at nordisk rett kan tillegges vekt ved tolkingen av den norske regelen. Siden regelen er innført etter svensk forbilde vil særlig svenske kilder kunne vektlegges.

Det er ikke oppstilt noen generelle vektprinsipper for vektleggingen av fremmed rett i norsk rettskildelære. Utgangspunktet ved tolkingen av en norsk bestemmelse, må derfor

²² Se Eckhoff/Helgesen 2001 s. 283 flg., Fleischer 1998 s. 75, Aarbakke 1986 s. 4. Rettspraksis viser også leilighetsvis til fremmed rett, se bla. Rt. 2003 side 713 avsnitt 57, Rt. 1991 side 119 på side 125, Rt. 1988 side 276 på side 287, Rt. 1986 side 765 på side 768, Rt. 1963 side 622 på side 629, Rt. 1957 side 778 på side 782 og Rt. 1952 side 1217.

²³ Se Bråthen 1996 s. 75: "Likheten mellom lovgivningen i de nordiske land er imidlertid ikke så stor at nordisk selskapsrett kan brukes slik at den uten videre gir grunnlag for løsningene i norsk rett". Aarbakke mfl. 2004 s. 22 sier at nordiske kilder "må anvendes med en viss forsiktighet, siden de nordiske land på enkelte områder har ulike tradisjoner og bakgrunnsjus som kan innebære at reglene tolkes forskjellig selv om de har lik utforming".

være en konkret vurdering av den enkelte utenlandske rettskildefaktor på bakgrunn av de alminnelige vektprinsipper.²⁴

Dersom man henter argumenter fra nordisk rett er det imidlertid viktig å være oppmerksom på at det kan være forskjeller i lovgivningen og rettsutviklingen som fører til andre resultater enn etter norsk rett.

3 Vilkår for å kreve tvangsinnløsning

3.1 Innledning

Vilkårene for å kreve tvangsinnløsning fremgår av asl./asal. § 4-26/4-25. Vilkårene er de samme hva enten det er majoritetsaksjonæren eller minoritetsaksjonæren(e) som krever innløsning. Den gjensidige innløsningsretten kan gjøres gjeldende til enhver tid så lenge lovens vilkår er oppfylt.²⁵

3.2 Hvem kan kreve innløsning?

Innløsning kan for det første kreves av aksjeselskap og allmennaksjeselskap, jfr. asl. § 4-26/25 første ledd første punktum.

Asl./asal. § 4-26/25 syvende/sjette ledd slår fast at også andre aksjeeiere enn aksjeselskap og allmennaksjeselskap omfattes av bestemmelsen, så lenge 90 % - kravet er oppfylt. Det betyr at enhver aksjeeier omfattes,²⁶ hva enten det er en juridisk eller en fysisk person og uavhengig av om denne er norsk eller utenlandsk. Tvangsinnløsning kan altså kreves av enkeltpersoner, andre selskapsformer enn aksjeselskap og allmennaksjeselskap, det offentlige, utenlandsk morselskap og andre rettssubjekter enn selskaper; for eksempel stiftelser og foreninger.²⁷

²⁴ Slik også Steinsvik 2001 s. 12. Se om vektprinsipper i Eckhoff/Helgesen 2001 s. 27-30.

²⁵ Jfr. Andenæs 1998 s. 186.

²⁶ Jfr. Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 190.

²⁷ Jfr. Woxholth 2003 s. 16.

For mindretallsaksjonærenes vedkommende kan ”hver av de øvrige aksjeeierne” i datterselskapet kreve innløsning. Dette omfatter enhver annen aksjeeier enn flertallsaksjeeieren uten hensyn til organisering eller nasjonalitet.²⁸

Det følger av ordlyden at en mindretallsaksjonær kan kreve innløsning selv om de andre mindretallsaksjonærene ikke vil det. Det er således ikke noe avhengighetsforhold minoritetsaksjonærene imellom når det gjelder adgangen til å kreve innløsning.

Det er den som ”eier” mer enn ni tideler av aksjene som kan kreve tvangsinnløsning. Etter asl./asal. § 4-2 første ledd kan en aksjeeier utøve aksjerettigheter fra det tidspunkt han er registrert som eier i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret. Dette innebærer at eiendomsretten til aksjene går over på registreringstidspunktet.

Når det er majoritetsaksjonæren som krever innløsning, skal han gi minoriteten tilbud om løsningssum, jfr. asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd første punktum. I tillegg skal han samtidig med innføringen i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret, innbetale tilbudsbeløpet på særskilt konto i bank, jfr. asl./asal. § 4-26/25 femte ledd annet punktum. Dersom majoritetsaksjonæren ikke skulle oppfylle disse pliktene til det tidspunktet loven foreskriver, blir det spørsmål om dette utskyter tidspunktet for overgangen av eierbeføyelsene.

I en tvangsinnløsningssituasjon tas innløsningsbeslutningen først. Denne skal innføres i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret, jfr. henholdsvis. asl./asal. § 4-12/4-7.

Utsendelsen av tilbudet til aksjonærene bygger på denne beslutningen, og utsendelsen må derfor i praksis komme noe senere i tid enn registreringen av beslutningen. Dette kan imidlertid ikke føre til unntak fra hovedregelen om at aksjonærrettighetene går over til erververen ved registreringen av beslutningen.²⁹

²⁸ Woxholth 2003 s. 16.

²⁹ Jfr. asl./asal. § 4-26/25 femte ledd og Rt. 2003 side 713 avsnitt 77.

3.3 Overfor hvem kan innløsning skje?

Fra flertallets side kan innløsning skje overfor en mindretallsaksjonær som eier aksjer i et ”annet aksjeselskap”, det vil si datterselskapet eller målselskapet, jfr.

asl./asal. § 4-26/25 første ledd første punktum. Etter asl. § 4-26 sjette ledd faller innløsningen inn under asal. § 4-25 når datterselskapet eller morselskapet er et allmennaksjeselskap.

En majoritetsaksjonær kan ikke kreve tvangsinnløsning i et utenlandsk datterselskap, jfr. asl. § 1-4 annet ledd tredje punktum. Begrunnelsen er at datterselskapet her er underlagt utenlandsk jurisdiksjon, og norsk lovgiver kan ikke pålegge et tvangsmessig inngrep som tvangsinnløsning overfor et slikt selskap.

Det er altså aksjer i norske aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper som er gjenstand for tvangsinnløsning.

3.4 Kapitalvilkåret

3.4.1 Innledning

Majoritetsaksjonæren må eie ”mer enn ni tideler av aksjene ...” for å kunne kreve tvangsinnløsning, jfr. asl./asal. § 4-26/4-25 første ledd. Kravet er absolutt, og bestemmelsen må tolkes antitetisk slik at tvangsinnløsning ikke kan foretas hvis kravet til eierandel ikke er oppfylt. Det spiller ingen rolle hvordan majoritetsaksjonæren har oppnådd eierandelen.³⁰

Et spørsmål som melder seg er hva som skal medregnes som aksjer i denne forbindelse.

For å få svar på dette, må tre spørsmål besvares:³¹

Hva er det som er gjenstand for innløsning?

Hvordan beregnes den samlede aksjekapital?

Hva regnes med som majoritetsaksjonærens aksjer?

³⁰ Bråthen 2005 s. 13.

³¹ Jfr. Krohn 2000 s. 32.

3.4.2 Gjenstanden for innløsning

Ifølge lovens ordlyd er det kun ”aksjer” som er gjenstand for innløsning. Dette betyr at andre verdipapirer enn aksjer ikke kan regnes med. Dette gjelder for eksempel konvertible obligasjoner, jfr. asl. § 11-1 og asal. § 11-1 og 11-2.³²

3.4.3 Beregningen av den samlede aksjekapital

Det er den som eier mer enn ni tideler av ”aksjene” som kan kreve innløsning. At det står aksjene taler for at det bare er den registrerte aksjekapitalen på innløsningstidspunktet som kan telle med.³³

Hvordan skal man forholde seg til situasjoner hvor et allmennaksjeselskap har utstedt frittstående tegningsretter som gir tegneren rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet på et senere tidspunkt,³⁴ når tegningsretten ikke er benyttet på innløsningstidspunktet?

Tegningsrettene kan få betydning for om vilkårene i asl./asal. § 4-26/25 er oppfylt. Skal de tas med i beregningen av henholdsvis majoritetsaksjonærens/minoritetsaksjonærenes eierandel og den samlede kapitalen i selskapet?

Verken loven, dens forarbeider eller rettspraksis behandler spørsmålet.

Asl./asal. § 4-26/25 første ledd taler imidlertid om ”aksjer” og ”stemmer”. Dette taler for at fremtidige rett til aksjer ikke skal tas med i beregningen.

Det alminnelige utgangspunkt i aksjelovgivningen er også å bygge på registrert aksjekapital, jfr. asl./asal. § 3-1. En eventuell utvidelse av begrepet ”aksjer” må finnes i hensynene bak regelen.

Tegningsretter regnes ikke med ved beregningen av om minoritetsaksjonærene kan utøve minoritetsrettigheter.³⁵ Tegningsrettene bør derfor heller ikke, av hensyn til sammenheng i systemet, ha betydning for retten til tvangsinnløsning.

³² Krohn 2000 s. 32.

³³ Slik også Krohn 2000 s. 33.

³⁴ Jfr. asal. § 11-12.

Gode grunner taler for ikke å ta ubenyttede tegningsretter med i beregningen. Dette må gjelde selv om tidspunktet for utstedelse ligger nært frem i tid. I motsatt fall ville man ha fått en lite forutberegnelig regel som ville ha vært retts teknisk vanskelig å praktisere ettersom det ville ha blitt et skjønnsmessig spørsmål hvor nært frem i tid utstedelsen av aksjene måtte vært for at man skulle ha tatt de med i beregningen. Man kan heller ikke være helt sikker på at tegningsretten vil bli benyttet. En regel med et absolutt skjæringspunkt hvor aksjene må være utstedt på innløsnings tidspunktet blir derfor lettere å anvende i praksis.

Lovens ordlyd må anses klar, og således tillegges stor vekt. I tillegg trekker rimelighetshensyn i samme retning. Konklusjonen blir at ubenyttede utstedte tegningsretter ikke får innvirkning ved vurderingen av om majoritetsvilkåret i asl./asal. § 4-26/25 første ledd er oppfylt.

3.4.4 Majoritetsaksjonærens aksjer

3.4.4.1 Identifikasjon

Aksjeselskapet må oppfylle majoritetsvilkåret ”alene eller gjennom datterselskap”, jfr. asl./asal. § 4-26/25. Det er altså konsernets samlede aksjeinnehav som er avgjørende for om vilkåret er oppfylt.³⁶ Det er morselskapet som får innløsningsretten, jfr. asl./asal. § 4-26/25 første ledd.

Når et morselskap oppfyller majoritetskravet ved å regne med aksjer som eies av *dettes morselskap* blir det spørsmål om det bare er det bakenforliggende selskap som får innløsningsretten, eller om også morselskapet kan kreve innløsning. Morselskapet er her datterselskap i forhold til ”bestemor”, men morselskap i forhold til målselskapet. Spørsmålet er ikke behandlet i forarbeidene.

³⁵ Jfr. Steinsvik 2001 s. 43.

³⁶ Aarbakke mfl. 2004 s. 303.

Krohn³⁷ mener innløsning bare kan kreves av det bakenforliggende selskap, siden det er dette selskapet som omfattes av lovens begrep ”morselskap”. Dermed kan dette selskapet kreve tvangsinnløsning til tross for at det ikke eier noen aksjer i objektselskapet. Krohn legger i tillegg vekt på at det har retts tekniske fordeler at det bare er en part som kan kreve innløsning.

Jeg er enig med Krohn i resultatet, og mener dette følger av en ren fortolkning av ordlyden. Bestemmelsen sier: ” Eier et aksjeselskap alene eller gjennom *datterselskap*...”³⁸ Det er etter min mening ikke grunnlag for å tolke ordlyden utvidende slik at man også kan foreta identifikasjon med aksjeselskapets *morselskap*. Tvangsinnløsning er et tvangsmessig inngrep overfor aksjonærene som må kunne forankres forholdsvis klart i ordlyden. Man må derfor være varsom med å foreta en utvidende fortolkning av ordlyden. Dersom det har vært meningen at aksjeselskapet også skal kunne identifiseres med sitt morselskap, bør en endring av rettstilstanden skje ved lovgivning.

Det skaper dessuten forutberegnelighet for mindretallsaksjonærene at det bare er en rette vedkommende for innløsningskravet.

Den praktiske fremgangsmåten for å bestemme hvem som kan kreve innløsning og som innløsningskravet skal rettes mot, er å gå tilbake i selskapshierarkiet til det første nivå hvor 90 % - kravet er tilfredsstilt.³⁹

Morselskapet trenger ikke eie aksjer selv. Vilkåret er oppfylt dersom to eller flere datterselskaper sammen oppfyller kapital- og stemmerettsvilkåret, jfr. ”eier et aksjeselskap alene eller *gjennom* et datterselskap...”⁴⁰

Datterselskapet trenger ikke være 90 % eiet.⁴¹ Dette følger av at det er definisjonen av datterselskap i asl./asal. § 1-3 annet og tredje ledd som avgjør når et selskap er å anse som

³⁷ Krohn 2000 s. 36-37. Aarbakke mfl. 2004 viser til Krohns drøftelse på side 303.

³⁸ Min utheving.

³⁹ Jfr. Krohn 2000 s. 37.

⁴⁰ NOU 1996:3 s. 190.

⁴¹ Slik også Flodhammar 1980 s. 34, Andenæs 1998 s. 188.

et datterselskap. Her er det ikke krav om 90 % eierskap, men om ”bestemmende innflytelse”.

Ifølge asl./asal. § 1-4 annet ledd første punktum gjelder asl./asal. § 4-26/25 også for datterselskap med utenlandsk morselskap.

Asl./asal. § 4-26/25 gjelder imidlertid ikke for utenlandsk datterselskap, jfr.

asl./asal. § 1-4 annet ledd tredje punktum. Regelen er ment å ramme de tilfeller hvor datterselskapet er det selskap hvis aksjer skal tvangsinnløses. Man kan altså ikke etter § 1-4 annet ledd tredje punktum tvangsinnløse aksjer i et utenlandsk datterselskap.⁴² Men i de tilfellene hvor det er spørsmål om å foreta identifikasjon med et datterselskap for å oppnå det nødvendige innehav på over ni tideler, kan det ikke være meningen at unntaket skal gjelde.⁴³ Hensynene som begrunner unntak for tvangsinnløsning av aksjer i utenlandsk datterselskap gjør seg ikke gjeldende her. Når et morselskap kan være utenlandsk, er det ingen god grunn til at et datterselskap som morselskapet kan identifisere seg med, ikke også kan være det.

Kan man foreta identifikasjon også i de tilfeller hvor innløser er en annen ”aksjeeier”, jfr. asl./asal § 4-26 syvende ledd / § 4-25 sjette ledd? Dersom innløser er en fysisk person passer det ikke å snakke om ”datterselskap”. At ordlyden ikke passer helt her, kan imidlertid ikke være avgjørende for å avskjære identifikasjon. Formålet med identifikasjonsregelen er å utvide innløsningsadgangen. Dette må slå igjennom slik at identifikasjon kan foretas også når innløser er ”aksjeeier”.⁴⁴ En aksjeeier kan dermed identifiseres med for eksempel et selskap han kontrollerer. Spørsmålet er om det hadde vært tale om et konsern dersom aksjeeieren hadde vært et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.⁴⁵

⁴² Se punkt 3.3.

⁴³ Slik også Aarbakke mfl. 2004 s. 303, Krohn 2000 s. 35.

⁴⁴ Slik også Andenæs 1998 s. 188, Krohn 2000 s. 34.

⁴⁵ Jfr. Krohn 2000 s. 35.

Identifikasjonen går imidlertid ikke så langt at en aksjeeier kan identifiseres med sine ”nærstående”, jfr. asl./asal. § 1-5.⁴⁶

Identifikasjon av selskaper i samme konsern styrker minoritetsvernet. Det har ingen betydning for minoritetsaksjonærene om det er morselskapet eller datterselskapet som er innehaver av aksjene. Minoritetsaksjonærenes rett til å kreve tvangsinnløsning kunne lett ha blitt illusorisk dersom morselskapet skulle kunne forhindre tvangsinnløsning fra minoritetens side ved å fordele et mer enn 90 % stort aksjeinnehav på sine datterselskaper.⁴⁷

3.4.4.2 Lån av aksjer

Etter vphl. § 8-8 er det adgang til å låne ”finansielle instrumenter”, herunder aksjer, jfr. vphl. § 1-2 annet ledd nr. 1, jfr. § 1-2 tredje ledd nr. 1.

Spørsmålet som oppstår i denne sammenheng, er hvordan man bedømmer kravet til eierandel og stemmerettsandel i de tilfeller hvor en del av majoritetsaksjonærens aksjer er innlånt eller utlånt, og hvor oppfyllelsen av 90 % - kravet avhenger av om de inn-/utlånte aksjer telles med eller ikke.

Bedømmelsen av lån av aksjer i forhold til kravet om eierandel kan slå forskjellig ut avhengig av om det er majoritetsaksjonæren eller minoritetsaksjonærene som krever tvangsinnløsning.

a) Majoritetsaksjonærens rett til å kreve tvangsinnløsning når han har lånt ut aksjer

Etter asl./asal. § 4-26/25 femte ledd første punktum skal eieren av en aksje registreres som eier i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret. I utlånsperioden er ikke majoritetsaksjonæren registrert som eier av de utlånte aksjene.⁴⁸ Dersom han uten de utlånte aksjene er registrert med mindre enn 90 % av aksjene er ikke 90 % - kravet oppfylt, og innløsningsretten må for

⁴⁶ Jfr. Krohn 2000 s. 35-36.

⁴⁷ Slik også Bergman 1992 s. 33.

⁴⁸ Jfr. Krohn 2000 s. 38.

hans vedkommende suspenderes inntil aksjene er levert tilbake og de igjen er registrert på ham.⁴⁹

b) Minoritetens rett til å kreve seg utløst når majoritetsaksjonæren har lånt ut aksjer

Hvis det er minoritetsaksjonærene som krever innløsning, tilsier hensynet til minoritetsvernet at majoritetsaksjonærens utlån av aksjer ikke skal hindre minoriteten i å kreve innløsning. I så fall kunne majoritetsaksjonæren ha lånt ut aksjer for derved å unngå at minoriteten kunne kreve seg utløst. Løsningen må derfor bli at majoritetsaksjonærens utlån av aksjer som fører til at kravet om eier- og stemmeandel ikke lenger er oppfylt, ikke kan frata mindretallet dets rett til å kreve seg utløst.⁵⁰

c) Majoritetsaksjonærens rett til å kreve tvangsinnløsning hvor han har lånt inn aksjer

Spørsmålet blir så om majoritetsaksjonæren kan kreve tvangsinnløsning hvor innløsningsposisjonen er oppnådd delvis gjennom innlånte aksjer.

Bechmann mfl.⁵¹ drøfter spørsmålet i forhold til stemmerett generelt. Siden det er et krav om stemmerett også etter asl./asal. § 4-26/25, er drøftelsen relevant også i forbindelse med tvangsinnløsning. Det anføres at for allmennaksjeselskapers vedkommende, vil tilbakeleveringsplikten medføre at innlåner, det vil si majoritetsaksjonæren i tvangsinnløsningssituasjoner, ikke har noen reell aksjonærinteresse. Han vil derfor ikke ha stemmerett.⁵² Siden det etter asal. § 4-2 ikke er et krav om å være registrert i aksjeeierregisteret for å utøve stemmerett, vil imidlertid utlåner fortsatt ha stemmerett. For utlåner er det tilstrekkelig å på annen måte godtgjøre at han eier aksjene for å kunne utøve stemmerett.⁵³ Både utlåner og innlåner kan ikke ha stemmerett for den samme aksje, og resultatet blir dermed at innlåner ikke har stemmerett. Dermed kan han heller ikke ta innlånte aksjer med i beregningen av om stemmerettsvilkåret er oppfylt.

⁴⁹ Slik også Krohn 2000 s. 38.

⁵⁰ Slik også Krohn 2000 s. 38.

⁵¹ Bechmann mfl. 2002 s. 622.

⁵² Jfr. asal. § 4-2 forutsetningsvis og Rt 1966 s. 1120 (Polarisdommen).

⁵³ Bechmann mfl. 2002 s. 622.

Krohn mener flertallet ”neppe kan bringe seg i innløsningssituasjon gjennom aksjelån”.⁵⁴

Etter min mening er den beste løsning å ikke tillate majoritetsaksjonæren å kreve tvangsinnløsning når majoritetskravet er oppfylt ved hjelp av innlånte aksjer. Slik jeg ser det følger dette av ordlyden, idet en som låner aksjer ikke er ”eier” i lovens forstand. Eierskap til over 90 % av aksjene er et grunnvilkår etter tvangsinnløsningshjemlene. En utvidelse av reglene til å også omfatte innlånte aksjer ser jeg ikke at det er grunnlag for. Det er vesentlige forskjeller mellom å låne en aksje og å eie en aksje. Ved lån av aksjer får ikke låntaker noen kursrisiko/gevinstpotensiale knyttet til aksjene - han har kun en plikt til å levere tilbake aksjene på et senere tidspunkt.⁵⁵

Dersom man skulle likestille lån med eierskap, ville det medføre en uthuling av de vilkårene lovgiver har satt opp for å kunne kreve tvangsinnløsning.

Etter dette må konklusjonen bli at majoritetsaksjonæren ikke kan låne seg inn i tvangsinnløsningsposisjon.

d) Minoritetens rett til å kreve seg utløst når majoritetsaksjonæren har lånt inn aksjer

Dersom majoriteten har lånt aksjer slik at den samlede eierandelen overstiger 90 %, må mindretallet kunne kreve seg utløst. Eksempelet kan aktualiseres dersom majoriteten låner seg inn i posisjon, men bare løser inn en del av minoriteten. Dette er imidlertid neppe særlig praktisk.

Hensynet til minoritetsvernet må veie tungt, og føre til at minoriteten kan kreve seg utløst i et slikt tilfelle.⁵⁶

3.4.4.3 Midlertidig eierskap til aksjer

Et spørsmål i forhold til om majoritetsvilkåret er oppfylt, er om man skal telle med aksjer som majoritetsaksjonæren eier midlertidig.

⁵⁴ Krohn 2000 s. 39.

⁵⁵ Bechmann mfl. 2002 s. 621.

⁵⁶ Slik også Krohn 2000 s. 38.

Så vidt jeg vet er spørsmålet verken behandlet av Høyesterett, i forarbeidene eller den juridiske litteratur.

Spørsmålet har imidlertid vært oppe i en relativt ny lagmannsrettsavgjørelse.⁵⁷ I denne saken hadde administrerende direktør i målselskapet ved tiltredelse til stillingen ervervet en aksjepost i målselskapet som en rettighet etter ansettelsesavtalen. Da hun fratrådte sin stilling, fantes det ingen aktuelle erververe til aksjene, og morselskapet ervervet dem midlertidig da dette var den beste løsning for målselskapet. Det var meningen at den etterkommende administrerende direktør skulle erverve aksjene. Dette ble av ukjente årsaker ikke gjort, slik at morselskapet ble sittende med den aktuelle aksjeposten. De aktuelle aksjene var avgjørende for om morselskapet oppfylte 90 % - kravet eller ikke.

Twisten oppstod da minoritetsaksjonærene i målselskapet krevde seg utløst etter asl. § 4-26. Morselskapet mente det ikke kunne kreves utløsning da man ikke kunne ta den aktuelle aksjepost med i beregningen, og at 90 % - kravet dermed ikke var oppfylt.

Lagmannsretten viste til asl. §§ 4-1 og 4-2 og sa at når morselskapet er *registrert* med mer enn 90 % av aksjene i aksjeeierboken, er utgangspunktet etter asl. § 4-26 at morselskapet også er *eier* av disse aksjene. Dette utgangspunktet kunne ifølge lagmannsretten verken fravikes på det grunnlag at ervervet var tidsbegrenset og motivert av særlige forhold, eller at det var inngått en muntlig avtale mellom morselskapet og målselskapet om at morselskapet ikke skulle ha stemmerett for de aktuelle aksjene. Som begrunnelse ble anført at morselskapet kunne benytte sin 90 prosentposisjon dersom selskapet så seg tjent med dette. Videre ble det lagt vekt på minoritetsbeskyttelse. En situasjon hvor man kunne påberope den muntlige avtalen om stemmerettsbegrensningen som innsigelse mot et innløsningskrav fra minoritetsaksjonærene, ville føre til en ”uholdbart usikker posisjon for mindretallsaksjonærene.” Den manglende notoriteten over forholdet åpnet for at morselskapet kunne foreta tilpasninger etter hvert som de fant det for godt.

⁵⁷ Borgarting lagmannsrett, 15.07.05.

90 % - kravet i asl. § 4-26 ble dermed ansett oppfylt, og minoritetsaksjonærene kunne kreve seg utløst fra selskapet.

Etter asl. § 4-2 forutsetningsvis er man å anse som aksjeeier så sant aksjeervertet er registrert i aksjeeierboken. Det er et grunnvilkår for å kreve tvangsinnløsning etter asl. § 4-26 at 90 % - kravet er oppfylt. Hvorvidt man skal eie aksjene i en kortere eller lenger periode, er det etter bestemmelsen ikke rom for å ta hensyn til. Aksjer er omsettelige,⁵⁸ og ofte vet man ikke hvor lenge en aksjonær vil være eier av aksjene. 90 % - kravet er oppfylt idet majoritetsaksjonæren eier mer enn 90 % av aksjene, uavhengig av hvor lenge eierforholdet er ment å vare. Det kunne føre til muligheter for omgåelse av reglene til skade for minoritetsaksjonærene dersom majoritetsaksjonæren skulle kunne avvise et krav om utløsning fra minoriteten på et slikt grunnlag. Minoritetsvern er et viktig hensyn bak reglene om tvangsinnløsning,⁵⁹ og etter min mening må dette hensynet få avgjørende betydning i dette tilfellet.

Konklusjonen blir at så lenge majoritetsaksjonærens aksjer er registrert i akseeierboken/aksjeeierregisteret, skal de tas med i beregningen, uavhengig av hvor lenge de er ment å være i majoritetsaksjonærens eie.

3.5 Kravet om stemmerettsandel

I tillegg til at majoritetsaksjonæren må eie mer enn 90 % av aksjene i målselskapet, må han også kunne utøve stemmerett for mer enn 90 % av aksjene, jfr. asl./asal. § 4-26/25 første ledd første punktum.

⁵⁸ Jfr. asl./asal. § 4-15.

⁵⁹ Se blant annet NOU 1996:3 s. 73.

Kravet innebærer et unntak fra prinsippet i asl./asal. § 5-3/5-4 annet ledd om at en stemmerettsbegrensning knyttet til aksje eller person ikke har betydning i forhold til bestemmelser som gir rettigheter til aksjeeierne.⁶⁰

Når det gjelder kravet om stemmerettsandel er ikke ordlyden i asl./asal. § 4-26/25 første ledd entydig. Det sies at majoritetsaksjonæren må eie minimum ni tideler av de stemmer som ”kan avgis på generalforsamlingen”. Et spørsmål blir da om kravet er oppfylt hvis man eier aksjer som *normalt* gir stemmerett i selskapet, eller om man må eie aksjer som *faktisk* har stemmerett på tvangsinnløsningstidspunktet. Problemstillingen aktualiseres i de tilfellene hvor selskapet har særlige stemmerettsregler eller hvor majoritetsaksjonærenes stemmerett er midlertidig suspendert. Se punkt 3.6 om midlertidig suspensjon av stemmeretten.

Selskapets beholdning av egne aksjer skal ikke telle med ved beregningen av om majoritetsvilkåret i forhold til stemmerett er oppfylt. Dette følger av asl./asal. § 5-3/5-4 tredje ledd første punktum. Begrunnelsen for denne regelen er at dersom stemmerett kunne utøves for slike aksjer, ville det i realiteten være ledelsen som utøvde denne stemmeretten.⁶¹ Etter bestemmelsenes annet punktum skal selskapets aksjer heller ikke gi den negative innflytelse at de skal tas med i beregningen av om en beslutning etter et minoritetskrav har tilstrekkelig tilslutning. Man ser altså bort fra selskapets aksjer både når man vurderer om kravet til den tilstrekkelige andel av stemmeberettigede aksjer er oppfylt, og når man beregner totalbeholdningen av stemmeberettigede aksjer.

3.6 Forholdet til verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt

3.6.1 Innledning

I børsnoterte selskaper plikter den som blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene å gi tilbud om kjøp av de resterende aksjene i selskapet, jfr. vphl. § 4-1 første ledd.

⁶⁰ Slik også Krohn 2000 s. 33.

⁶¹ Andenæs 1998 s. 227.

I NOU 2005:17 punkt 6.4.2. foreslår utvalgets flertall å senke tilbudspliktgrensen til 1/3 av stemmene fordi tilbudspliktgrensen da vil sammenfalle med grensen for negativ kontroll. En andel på 1/3 av stemmene gir aksjeeieren muligheten til å blokkere viktige selskapsavgjørelser, som beslutning om forhøyelse av aksjekapitalen og beslutning om fusjon. I tillegg vil man med en slik grense nærme seg det nivået som gjelder i de andre nordiske landene og Storbritannia.

Videre foreslår utvalgets flertall i punkt 6.4.3.2. at det skal være gjentatt tilbudsplikt ved erverv over 50 %. Mindretallet foreslår gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv mellom 1/3 og 50 %. Gjentatt tilbudsplikt styrker minoritetens interesser og vil særlig avhjelpe tilfeller hvor kontrollskiftet inntreffer ved erverv av høyere eierandel enn 1/3. Gjentatt tilbudsplikt vil også kunne være et virkemiddel mot krypende overtakelser.

For at tilbudsplikten skal inntre må tilbudspliktgrensen overskrides gjennom ”erverv”. Det er forutsatt i forarbeidene til bestemmelsen at kjøp omfattes av ervervsbegrepet uavhengig av vederlagets art, det vil si at også bytte vil kunne utløse tilbudsplikt.⁶² Reglenes formål tilsier at tilbudsplikten utløses også der hvor tilbyder oppnår kontroll over selskapet ved indirekte erverv, det vil si ved at han får kontroll over målselskapet ved at han erverver et selskap som eier aksjer i målselskapet. Dette bidrar til å forhindre omgåelse av tilbudsplikten.⁶³

På den annen side utløses ikke tilbudsplikten der for eksempel et selskaps aksjekapital nedskrives slik at en større aksjeeier kommer over tilbudspliktgrensen.⁶⁴ Begrunnelsen for dette unntaket er at hensynene bak tilbudspliktreglene ikke gjør seg gjeldende i slike tilfeller, særlig fordi det ikke vil være betalt en kontrollpremie som bør komme de øvrige aksjeeierne til gode.⁶⁵ Det finnes videre flere unntak fra regelen om tilbudsplikt. Det vil sprengte rammene for denne fremstillingen å behandle disse reglene i detalj, og jeg nøyer meg derfor med å nevne at man er unntatt fra reglene om tilbudsplikt der tilbudspliktgrensen overskrides ved arv, gave, vederlag ved skifte og vederlag ved fusjon eller fisjon av aksje- eller allmennaksjeselskap.⁶⁶

⁶² NOU 1996:2 s. 109.

⁶³ NOU 2005:17 punkt 5.3.

⁶⁴ NOU 2005:17 punkt 5.2 og Bergo 2004 s. 253.

⁶⁵ Verdipapirlovutvalgets begrunnelse, se NOU 2005:17 punkt 5.2.

⁶⁶ NOU 2005:17 punkt 5.2.

Tilbudsplikten faller uansett bort dersom erververen selger de aksjene som overstiger grensen for tilbudsplikt innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte, jfr. vphl. § 4-9 jfr. § 4-1 første ledd annet punktum.

Ikke sjelden vil aksjeerverv som medfører at erververen oppfyller majoritetskravet i asl./asal. § 4-26/25 første ledd, samtidig utløse tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 første ledd. Det er derfor nødvendig å drøfte forholdet mellom disse reglene.

Verken lovenes ordlyd eller forarbeider sier noe om forholdet mellom reglene om tilbudsplikt og reglene om tvangsinnløsning.

Det klare utgangspunkt er at tvangsinnløsning kan kreves dersom vilkårene i asl./asal. § 4-26/4-25 første ledd er oppfylt. En innskrenkende tolkning krever tilstrekkelig rettskildemessig grunnlag.

3.6.2 Krav om tvangsinnløsning fremsatt etter akseptfristens utløp

Situasjoner hvor krav om tvangsinnløsning fremsettes etter at pliktig tilbud er fremsatt og etter at akseptfristen er utløpt, skaper ingen konflikter mellom reglene og foranlediger dermed ingen nærmere behandling.

3.6.3 Krav om tvangsinnløsning fremsatt før akseptfristens utløp

En interessant situasjon oppstår når krav om tvangsinnløsning fremsettes etter at pliktig tilbud er fremsatt, men før akseptfristen er utløpt. Kan slikt krav fremsettes på dette tidspunkt eller må akseptfristen være utløpt før tvangsinnløsning kreves? Det forutsettes at kravene til eierandel i asl./asal. § 4-26/25 er oppfylt.

3.6.3.1 Krav fra majoritetsaksjonæren

Vphl. § 4-8 fjerde ledd suspenderer aksjonærrettighetene ”inntil tilbud fremsettes eller salg er gjennomført”. En fortolkning av lovens ordlyd tilsier at majoritetsaksjonæren fra det tidspunktet han fremsetter pliktig tilbud, kan utøve stemmerett for de aksjene som er omfattet av tilbudsplikten. Dette fører til at stemmerettsvilkåret i

asl./asal. § 4-26/25 første ledd er oppfylt. Ordlyden i vphl. § 4-8 fjerde ledd gir derfor ikke hjemmel for å utelukke et krav om tvangsinnløsning i akseptperioden.

I teorien er det uenighet om dette spørsmålet.

Andenæs⁶⁷ mener tvangsinnløsning ikke kan kreves i dette tidsrommet. Han sier: ”Først hvis det etter tilbudsperiodens utløp fortsatt gjenstår aksjonærer som ikke har akseptert tilbudet, er tiden kommet for tvangsinnløsning etter asl. § 4-25.” Han begrunner ikke nærmere hvorfor tvangsinnløsning ikke bør kunne kreves i akseptperioden. Dette må sies å svekke den rettskildemessige betydningen av uttalelsen.

Krohn⁶⁸ mener imidlertid at tvangsinnløsning kan kreves i akseptperioden. Han kritiserer Andenæs’ synspunkt og mener at likebehandlingshensynet bak tilbudspliktreglene er ivaretatt i og med at minoriteten kan velge å akseptere tilbudet eller å bli tvangsinnløst.

At det er uenighet i teorien svekker vekten av denne rettskildefaktoren på dette punktet. Ordlyden må derfor tillegges avgjørende vekt i dette tilfellet.

Min konklusjon er derfor at majoritetsaksjonæren må kunne kreve tvangsinnløsning etter at tilbud er fremsatt.

3.6.3.2 Krav fra minoritetsaksjonærene

For majoritetsaksjonæren vil det være lite hensiktsmessig om minoritetsaksjonærene skulle kunne kreve seg utløst før tilbud er fremsatt. En slik situasjon kunne lett føre til at flere minoritetsaksjonærer krever seg utløst på ulike tidspunkt. Dermed blir det nødvendig å gjennomføre flere runder med tvangsinnløsning, og majoritetsaksjonæren kan ikke kreve

⁶⁷ Andenæs 1998 s. 192.

⁶⁸ Krohn 2000 s. 40.

innløsning av alle minoritetsaksjonærene under ett.⁶⁹ For majoritetsaksjonæren blir dette både tid - og ressurskrevende.

Et argument for å la minoriteten kreve seg utløst i akseptperioden, at de ikke kan utøve minoritetsrettigheter i selskapet i denne perioden. De bør derfor ha mulighet til å komme seg ut av selskapet. Det kan virke urimelig om ikke minoriteten skulle få lov til å kreve tvangsinnløsning fordi de må vente til akseptfristen er utløpt. Hensikten bak reglene om tilbudsplikt er at minoriteten skal ha muligheten til å selge sine aksjer til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon, når kontrollen i selskapet endres. Dersom minoriteten kan kreve seg utløst i akseptperioden kan de velge å enten akseptere det fremsatte tilbud eller å kreve utløsning. Ettersom både reglene om tilbudsplikt og reglene om minoritetsaksjonærenes rett til tvangsinnløsning er begrunnet i beskyttelse av minoriteten, ser jeg ingen rimelig grunn til at minoritetsaksjonærene ikke skal kunne velge om de vil godta det fremsatte tilbud eller selv kreve tvangsinnløsning.

Jeg mener de beste grunner taler for at tvangsinnløsning skal være tillatt også for minoriteten i akseptperioden. Dette er den rimeligste løsning sett hen til lovens ordlyd. I tillegg er likebehandlingshensynet ivaretatt. Endelig taler det forhold at minoriteten ikke kan utøve minoritetsrettigheter i selskapet i denne perioden for denne løsning.

Konklusjonen er etter dette at minoriteten kan kreve tvangsinnløsning i akseptperioden.

3.6.4 Krav om tvangsinnløsning før pliktig tilbud er fremsatt

Etter vphl. § 4-8 fjerde ledd kan majoritetsaksjonæren ”inntil tilbud fremsettes eller salg er gjennomført” ikke stemme eller utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og fortrinnsretten ved kapitalforhøyelse for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktgrensen. Dersom majoritetsaksjonæren forsømmer sin tilbudsplikt, gjelder begrensningen for alle hans aksjer, jfr. vphl. § 4-19. Disse reglene medfører at stemmerettsvilkåret i asl./asal. § 4-26/25 ikke er oppfylt dersom tilbud ikke er fremsatt.

⁶⁹ Steinsvik 2001 s. 27.

Ordlyden taler for at tvangsinnløsning er utelukket før pliktig tilbud er fremsatt.

Tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven skal beskytte minoriteten i en oppkjøpssituasjon. Reglene bør derfor ikke ha negative konsekvenser for minoriteten, og det taler for at de bør kunne kreve seg utløst før tilbud er fremsatt, selv om majoriteten ikke kan kreve tvangsinnløsning. At minoriteten ikke kan utøve minoritetsrettigheter på dette tidspunktet, er et ytterligere argument for å tillate at minoriteten krever seg utløst.

Andenæs⁷⁰ mener at tvangsinnløsning ikke kan kreves fordi vphl. §§ 4-8 fjerde ledd og 4-19 medfører at stemmerettsvilkåret i asl./asal. § 4-26/25 ikke er oppfylt.

Krohn⁷¹ mener de lege ferenda at tvangsinnløsning burde være tillatt også før tilbud er fremsatt, men at dette neppe er gjeldende rett.

Det må anses som sikker rett at majoriteten ikke kan kreve tvangsinnløsning før pliktig tilbud er fremsatt.

Også krav om utløsning fra minoriteten sin side må etter min mening være avskåret før tilbud er fremsatt. På tross av de reelle hensyn, må ordlyden få avgjørende vekt siden den er så klar. Konklusjonen blir da at tvangsinnløsning er avskåret før pliktig tilbud er fremsatt, hva enten kravet kommer fra majoritetsaksjonæren eller minoritetsaksjonærene.

3.7 Hvor lenge må vilkårene for å foreta innløsning være oppfylt?

Når tvangsinnløsning skal gjennomføres vil det gå noe tid fra beslutning om tvangsinnløsning fattes til innløsningen er endelig gjennomført. Tilbud skal sendes ut til minoritetsaksjonærene, disse skal ha en akseptfrist, dersom det blir aktuelt skal skjønn gjennomføres og endelig skal løsningssummen betales.

Et spørsmål i denne forbindelse, er hvor lenge majoritetskravet må være oppfylt.

⁷⁰ Andenæs 1998 s. 192.

⁷¹ Krohn 2000 s. 41.

Det er klart at majoritetskravet, som er grunnvilkåret for i det hele tatt å kunne foreta tvangsinnløsning, må være oppfylt på beslutningstidspunktet, jfr. asl./asal. § 4-26/25 første ledd første punktum.

Er det tilstrekkelig at majoritetskravet er oppfylt på beslutningstidspunktet, eventuelt på registreringstidspunktet som er tidspunktet for overgang av eierrådigheten, eller må det være oppfylt helt frem til tvangsinnløsningen er gjennomført?

Verken loven eller lovens forarbeider løser spørsmålet, og vi har heller ingen relevant rettspraksis på området.

I den juridiske teori hersker det uenighet på dette punktet.

Andenæs⁷² og Flodhammar⁷³ er av den oppfatning at dersom majoritetens flertall blir utilstrekkelig etter at overtakelseskravet fremsettes, tapes majoritetens rett til å kreve innløsning. Minoritetens rett til å kreve seg utløst forutsettes derimot å være i behold i slike tilfeller.

Krohn⁷⁴ og Woxholth⁷⁵ mener på den annen side det er tilstrekkelig at majoritetskravet er oppfylt på tidspunktet for registreringen av innløsningen. At flertallskravet faller bort etter dette tidspunktet er etter deres mening irrelevant.

Ifølge lovteksten blir innløseren eier av aksjene når innløsningsbeslutningen blir registrert, jfr. asl./asal. § 4-2 første ledd. Med eiendomsretten følger for innløseren en rett til å disponere over aksjene slik han selv ønsker. Som Krohn anfører blir tvangsinnløsning ofte gjennomført i forbindelse med omstillinger, og selve formålet med å kreve tvangsinnløsning vil da kunne være å selge aksjene videre. Det vil således resultere i en urimelig situasjon for innløseren å innfortolke et krav om at majoritetskravet skal være oppfylt helt frem til tvangsinnløsningen er gjennomført, siden han da må vente med å selge

⁷² Andenæs 1998 s. 188.

⁷³ Flodhammar 1980 s. 33.

⁷⁴ Krohn 2000 s. 55-56.

⁷⁵ Woxholth 2003 s. 19.

aksjene videre helt til tvangsinnløsning er endelig gjennomført, en prosess som kan ta lang tid. Jeg deler derfor Krohns og Woxholths syn på dette spørsmålet.

Konklusjonen blir at det er tilstrekkelig at majoritetskravet er oppfylt når innløsningen registreres.

4 Innløsningsprosessen

4.1 Beslutning og registrering

Etter asl./asal. § 4-26/25 første ledd første punktum er det styret i morselskapet som har kompetanse til å beslutte tvangsinnløsning.⁷⁶ Innløsningen er med andre ord en styresak. Umiddelbart virker det noe overraskende at det ikke er generalforsamlingen som har beslutningsmyndigheten. Det er imidlertid praktisk at styret har beslutningsmyndigheten ettersom styret også har kompetansen til å beslutte en eventuell etterfølgende fusjon etter asl./asal. § 13-23/24 første ledd første punktum.

Dersom det er en fysisk person som krever tvangsinnløsning med hjemmel i asl./asal. § 4-26/25 syvende/sjette ledd, er det uaktuelt med styrebeslutning, og første steg i tvangsinnløsningsprosessen vil være å registrere beslutningen. Dette følger av asl./asal. § 4-26/25 femte ledd første punktum om at registrering skal foretas etter at beslutningen er tatt.

Registreringen i henholdsvis aksjeeierboken/aksjeeierregisteret skal etter asl./asal. § 4-26/25 femte ledd første punktum foretas så snart beslutning om

⁷⁶ Spørsmålet om delvis innløsning er mest av akademisk interesse. Jeg nøyer meg derfor med å nevne at hvis majoritetsaksjonæren krever innløsning av bare en del av minoriteten, kan de resterende uansett kreve seg utløst. Og hvis en minoritetsaksjonær bare krever en del av sine aksjer utløst, kan majoritetsaksjonæren løse inn hans resterende aksjer. Problemstillingen er derfor lite praktisk. Uansett må hensynene bak reglene om tvangsinnløsning, bla. majoritetsaksjonærens praktiske problemer med en liten minoritet og minoritetsaksjonærenes mulighet til å kunne komme seg ut av selskapet, føre til at delvis innløsning er utelukket både for majoritetsaksjonærens og minoritetens vedkommende.

tvangsinnløsning er tatt. Formuleringen om at morselskapet ”skal innføres som eier” gir ikke svar på hvem som har plikt til å sørge for at registreringen blir gjennomført, og svaret på dette spørsmålet må derfor finnes i de alminnelige reglene om registreringen.

Ved tvangsinnløsning i aksjeselskaper er det etter den alminnelige bestemmelsen om eierskifte i asl. § 4-12 erververen som plikter å melde fra til selskapet om aksjeervert. I allmennaksjeselskaper derimot, er det etter asal. § 4-7 den tidligere eier som skal melde fra om ervert. Dette passer dårlig i tvangsinnløsningssituasjoner, og meldeplikten må antagelig ligge på innløser også i disse tilfellene.⁷⁷

For begge selskapstyper gjelder at meldingen skal gis ”straks”. I allmennaksjelovens bestemmelse presiseres at melding skal gis straks etter eierskifte. Eierskifte ved tvangsinnløsning er nærmere bestemt tidspunktet for registrering av beslutningen om å foreta tvangsinnløsning.⁷⁸ Det må i denne sammenheng tas høyde for at innløseren trenger noe tid for å utarbeide tilbud til de innløste aksjonærene, samt avsette tilbudsbeløpet på særskilt konto, jfr. asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd og femte ledd annet punktum. Vilåret om at melding skal gis ”straks” fører til at utarbeidelse av tilbud og avsetting av tilbudsbeløpet må vente til melding om innløsningen er gitt.

4.2 Løsningstilbudet

4.2.1 Situasjonen når majoritetsaksjonæren krever tvangsinnløsning

De formelle krav til tilbudet fremgår av bestemmelsenes tredje ledd annet punktum. For det første må tilbudet være skriftlig, og alle tidligere aksjeeiere med kjent adresse skal få tilbudet rettet til seg per brev. Ettersom det er presisert at tilbudet skal gis skriftlig på papir, er det ikke tilstrekkelig å sende tilbudet for eksempel per mail. Videre skal tilbudet kunngjøres i Brønnøysund, og i en avis som er alminnelig lest på målselskapets forretningssted.

⁷⁷ Jfr. Krohn 2000 s. 44.

⁷⁸ Se blant annet Norway Seafoods-dommen avsnitt 74.

Innholdsmessig skal tilbudet inneholde en frist for de tidligere aksjonærer til å komme med innsigelser mot eller avslå tilbudet. Denne fristen skal være minimum to måneder fra kunngjøringen i Brønnøysund, jfr. bestemmelsenes tredje ledd fjerde punktum.

I tillegg er det krav om at tilbudet og kunngjøringene gjør oppmerksom på at aksjonærene vil bli bundet av det fremsatte tilbud ved passivitet dersom de ikke foretar seg noe, jfr. tredje ledd siste punktum. Det er ikke oppstilt noe krav om at innløseren må dokumentere at vilkårene for tvangsinnløsning er oppfylt eller opplyse hvorfor tvangsinnløsning foretas.⁷⁹

Konsekvensen av at kravene til tilbudet ikke er oppfylt er at innløseren ikke kan påberope seg aksjonærenes passivitet som grunnlag for at de anses å ha godtatt det fremsatte tilbudet, jfr. asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd tredje punktum.

4.2.2 Situasjonen når minoritetsaksjonærene krever tvangsinnløsning

Et spørsmål i forbindelse med fremsettelse av tilbud er om majoritetsaksjonæren plikter å fremsette tilbud til minoritetsaksjonærene når det er minoritetsaksjonærene som krever seg utløst.

Lovteksten gir ikke noe klart svar, men det forhold at både majoritetsaksjonæren og minoritetsaksjonærene kan kreve tvangsinnløsning på samme vilkår, tilsier at tilbud må fremsettes uavhengig av hvem som krever tvangsinnløsning. Videre sies det i asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd at ”morselskapet skal gi aksjeeieren et tilbud om løsningssum”. Ser man på ordlyden isolert, ser det ut til at tilbud må fremsettes uavhengig av om det er majoritetsaksjonæren eller minoritetsaksjonærene som krever tvangsinnløsning.

Forarbeidene behandler ikke spørsmålet direkte, men i NOU 1996:3 ble det i § 14-1 foreslått en bestemmelse om tilbudsplikt ved innløsningskrav fra minoritetsaksjonærene. Forslaget gikk ut på at majoritetsaksjonæren plikter å gi tilbud til den minoritetsaksjonær

⁷⁹ Jfr. Krohn 2000 s. 47.

som krevde utløsning. Forslaget ble ikke fulgt opp av departementet, men det var fordi det var uenighet om et annet spørsmål, nemlig innføring av en regel om preklusiv frist.⁸⁰ Siden departementet ikke har nevnt noe om forslaget om tilbudsplikt kan det tyde på at departementet ikke har ment å ta avstand fra forslaget. Løsningen er usikker.

Det er uenighet om spørsmålet i den juridiske teori. Aarbakke mfl.⁸¹ og Steinsvik⁸² mener det foreligger en tilbudsplikt for majoritetsaksjonæren, mens Krohn⁸³ er av den motsatte oppfatning.

Rimelighetshensyn taler for at tilbud må fremsettes også når minoritetsaksjonærene krever tvangsinnløsning.

Selskapets tilbud kan for det første ha betydning for mulige forhandlinger og eventuelt for saksomkostningene.⁸⁴

I tillegg er det majoritetsaksjonæren som har best kunnskap om selskapets virkelige verdi, og det er derfor mest hensiktsmessig at han fremsetter tilbud. Minoritetsaksjonærene vil sjelden ha noen forutsetning for å fremsette et tilbud. Alternativet hvis det ikke fremsettes noe tilbud er å fastsette løsningssummen ved skjønn, en løsning som er prosessøkonomisk uheldig.

Slik jeg ser det er det er løsningen usikker. Ordlyden i asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd, forslaget i NOU 1996:3, samt rimelighetshensynene taler for at det foreligger en slik plikt. Jeg kommer derfor til at majoritetsaksjonæren plikter å fremsette tilbud også når minoritetsaksjonærene krever tvangsinnløsning.

⁸⁰ Jfr. Steinsvik 2001 s. 47.

⁸¹ Aarbakke mfl. 2004 s. 305

⁸² Steinsvik 2001 s. 48.

⁸³ Krohn 2000 s. 54-55.

⁸⁴ Jfr. Aarbakke mfl. 2004 s. 305.

4.3 Sikkerhet for løsningssummen

Etter asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd første punktum skal morselskapet gi minoritetsaksjonærene et tilbud om løsningssum.

Asl./asal. § 4-26/25 femte ledd annet punktum oppstiller krav om at innløseren betaler inn tilbudsbeløpet på særskilt konto samtidig som beslutningen registreres i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret. Innbetalingen er altså et vilkår for at innløseren skal bli registrert som eier av de innløste aksjene. I praksis må det da på forhånd stilles en sikkerhet som blir gjeldende ved registreringen.⁸⁵

Begrunnelsen for regelen er at fra det tidspunkt innløseren er registrert som eier av aksjene, omgjøres aksjeeiernes rettigheter i selskapet til en fordring på innløseren. Denne omgjøringen foregår automatisk, og er således ikke avhengig av aksept eller medvirkning fra de innløste aksjonærene.

At majoritetsaksjonæren overtar aksjene allerede ved innløsningsbeslutningen, mens minoritetens vederlag settes på sperret konto, innebærer et unntak fra det alminnelige kontraktsrettslige prinsippet om ytelse mot ytelse.⁸⁶

Uten sikkerhetsstillelsen ville de tidligere aksjonærene vært prisgitt innløserens evne og vilje til å betale løsningssummen til enhver tid, og dette ville vært en usikker og lite rimelig løsning for dem. Sikkerhetsstillelsen medfører at de tidligere aksjeeiere får separatistrett til tilbudsbeløpet i forhold til andre kreditorer.⁸⁷

En svakhet ved regelen om sikkerhetsstillelse er at det er majoritetsaksjonæren som bestemmer sikkerhetsbeløpets størrelse. De innløste aksjonærene har ingen påvirkningskraft i så henseende. Det kan derfor være fare for at majoritetsaksjonæren misbruker sin stilling ved å komme med skambud.

⁸⁵ Krohn 2000 s. 59.

⁸⁶ Jfr. Justisdepartementets høringsnotat 28.6.2004 punkt 11.1.

⁸⁷ Se Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 189-190.

Skulle majoritetsaksjonæren få betalingsvansker før innløsningssummen skal utbetales, vil ikke de innløste aksjeeierne ha særskilt sikkerhet for et overskytende beløp, dersom den endelige løsningssummen blir satt høyere enn tilbudsbeløpet.⁸⁸

Det er heller ikke krav om at det settes av beløp til dekning av omkostninger forbundet med innløsningen. Disse skal som hovedregel dekkes av innløser, jfr. asl./asal. § 4-26/25 annet ledd.⁸⁹

Dersom minoritetsaksjonærene ikke er fornøyd med innløsningstilbudet, må de kreve skjønn på morselskapets kostnad. At det er morselskapet som bærer utgiftene ved skjønn, kan til en viss grad virke preventivt i forhold til innløseres fremsettelse av skambud.

Problemene med bestemmelsen er tatt opp i Justisdepartementets høringsnotat 28.6.2004 punkt 11. Her foreslås alternative løsninger for utforming av bestemmelsen, eksempelvis at tingretten bestemmer tilbudsbeløpet eller at majoritetsaksjonæren må avsette et beløp til minoritetsaksjonærenes saksomkostninger i tillegg til tilbudsbeløpet, men forslagene fører blant annet til betydelig økte kostnader for majoritetsaksjonæren.

Departementet konkluderer med at det er vanskelig å finne frem til en egnet lovregulering av spørsmålet.

Avveiningen av hensynet til at minoritetsaksjonærene skal ha sikkerhet for sitt krav og hensynet til majoritetsaksjonærens muligheter for finansiering, er problematisk. En mulighet er å la minoritetsaksjonærene få en prioritert panterett i aksjene i tillegg til den avsatte løsningssummen. Dette vil ikke føre til høye kostnader for majoritetsaksjonæren, samtidig som minoritetsaksjonærene vil få bedre sikkerhet for sitt krav.

4.4 Avtaleslutningsmekanismen

Asl./asal. § 4-26/25 gir ikke svar på fra hvilket tidspunkt morselskapet er bundet av løsningstilbudet. Man må derfor løse spørsmålet på bakgrunn av alminnelige avtalerettslige regler.⁹⁰ Etter avtaleloven § 7 er en tilbudsgiver bundet fra det tidspunkt tilbudet er kommet

⁸⁸ Justisdepartementets høringsnotat 28.6.2004 punkt 11.1.

⁸⁹ Se punkt 8.2.

⁹⁰ Se Woxholth 2003 s. 27.

til mottakerens kunnskap (løfteprinsippet). Dersom han vil trekke tilbudet tilbake, må tilbakekallelsen være kommet frem til mottakeren før tilbudet er kommet til hans kunnskap.

Dersom denne regelen skulle benyttes i tvangsinnløsningstilfeller ville man, dersom morselskapet først kom med ett tilbud, og så i ettertid kom med et nytt tilbud som var lavere, kunne komme i en situasjon hvor morselskapet var bundet i forhold til noen aksjonærer, men ikke i forhold til andre.⁹¹

På den ene side kan det virke urimelig for minoritetsaksjonærene at majoritetsaksjonæren ikke er bundet av sitt tilbud før tilbudet har kommet til alle minoritetsaksjonærenes kunnskap. På den annen side har de ikke noe krav på å bli tvangsinnløst. Rettstekniske hensyn taler for at majoritetsaksjonæren først er bundet av tilbudet når det har kommet til alle minoritetsaksjonærenes kunnskap,⁹² og dette må bli avgjørende.

Konklusjonen blir at majoritetsaksjonæren er bundet av sitt tilbud fra det tidspunkt tilbudet er kommet til alle minoritetsaksjonærenes kunnskap.

4.5 Aksepten

De innløste aksjonærer kan akseptere et fremsatt tilbud på to måter; ved uttrykkelig aksept eller ved passivitet, jfr. asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd tredje punktum.

Dersom de innløste aksjonærer vil avslå tilbudet og heller kreve skjønn på morselskapets kostnad, må dette gjøres uttrykkelig.

Det er ikke oppstilt noen formkrav for minoritetsaksjonærenes aksept. Heller ikke for ”innsigelser” mot tilbudet er det oppstilt formkrav. Minoritetsaksjonærene bør imidlertid fremsette innsigelsene skriftlig, da de har bevisbyrden for at innsigelsen er fremsatt.

⁹¹ Woxholth 2003 s. 27.

⁹² Slik også Woxholth 2003 s. 27.

Hvorvidt en henvendelse er en ”innsigelse” eller ikke må avgjøres etter alminnelig avtaletolking, men slik at terskelen for hva som er å anse som avslag i forhold til tilbudet, er lav.⁹³

Når minoritetsaksjonærene får seg fremlagt et tilbud skal de både ta stilling til om vilkårene for tvangsinnløsning er oppfylt, og om de synes størrelsen på tilbudsbeløpet er tilfredsstillende.

Etter bestemmelsenes tredje ledd annet punktum kan minoritetsaksjonærer komme med ”innsigelse mot eller avslå *tilbudet*.” Denne bestemmelsen gjelder kun for de tilfeller hvor de innløste aksjonærer ikke er fornøyde med det fremsatte tilbudsbeløpet.⁹⁴

Dersom de innløste aksjonærer ikke er enige i at *vilkårene* for å foreta tvangsinnløsning er oppfylt, har de etter asl./asal. § 4-26/25 ingen mulighet for å protestere.

En mulighet for aksjonærene er å fremsette innsigelse overfor skjønnsretten samtidig som man reiser innsigelse om tilbudsbeløpets størrelse.⁹⁵

En annen mulighet er å gå til ordinært søksmål.

Hvis man vil hindre overtagelsen av aksjene kan man søke midlertidig forføyning mot innløsningen.⁹⁶

4.6 Binding ved passivitet

Etter asl./asal. § 4-26/25 tredje ledd tredje punktum kan aksjonærenes passivitet ved fremsettelse av tilbud bli ansett som aksept av tilbudet. Passiviteten fører til at det oppstår en ”avtale” mellom innløser og innløst.⁹⁷ Denne avtalen gir grunnlag for utbetaling fra innløseren.⁹⁸

⁹³ Woxholth 2003 s. 28.

⁹⁴ Se Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 139.

⁹⁵ Se Krohn 2000 s. 51.

⁹⁶ Krohn 2000 s. 51.

⁹⁷ Jfr. asl./asal. § 4-26/25 fjerde ledd første punktum.

⁹⁸ Krohn 2000 s. 51.

Passivitetsregelen ble innført ved de nye aksjelovene av 1997. I forarbeidene⁹⁹ er regelen begrunnet med at når det skal gjennomføres tvangsinnløsning i selskaper med mange aksjeeiere, er det i praksis vanskelig å få tak i alle disse. Og selv om aksjeeieren er kjent, er det ikke sikkert han svarer på tilbudet. Da må selskapet, uten en passivitetsregel, gjennomføre skjønnsforretning, til tross for at det er grunn til å tro at mange aksjeeiere ikke har innvendinger mot tilbudet. Det er altså prosessøkonomiske hensyn som ligger til grunn for regelen, og målet er å redusere tvistesakene til de situasjoner der det faktisk foreligger tvist om løsningssummens størrelse.

Eventuelle betenkeligheter ved å åpne for en avtalebinding på et slikt grunnlag, tilbakevises med den begrunnelse at spørsmålet kun gjelder fastsettelsen av løsningssummen, idet selskapets rett til å overta aksjene er ubetinget.¹⁰⁰

4.7 Revisjon etter avtaleloven § 36

Asl./asal. § 4-26/25 fjerde ledd første punktum tillater at en avtale som er inngått ved passivitet settes til side etter avtaleloven § 36. Bakgrunnen for regelen er at man skal ha en mulighet for å avbøte eventuelle uheldige konsekvenser av passivitetsregelen.¹⁰¹

Avtale inngått på grunnlag av binding ved uttrykkelig aksept kan ikke revideres etter denne bestemmelsen, og man må i slike tilfelle søke kontraktsrevisjon gjennom ordinært søksmål.¹⁰²

Skjønnsretten kan ifølge bestemmelsen ”sette avtalen til side”. Retten må imidlertid også fastsette ny løsningssum.¹⁰³

Generelt er det ved anvendelse av avtaleloven § 36 en forutsetning at skjønnsretten ikke skal bruke sterkere sensurmidler enn nødvendig for å rette opp urimeligheten.¹⁰⁴ For

⁹⁹ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 189 og Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 139.

¹⁰⁰ Jfr. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 139.

¹⁰¹ Jfr. Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 189 og Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 139.

¹⁰² Jfr. Krohn 2000 s. 53.

¹⁰³ Krohn 2000 s. 53 og Woxholth 2003 s. 31.

¹⁰⁴ Woxholth 2001 s. 399.

tvangsinnløsningssituasjoner må dette bety at skjønnsretten må ta stilling til aksjenes verdi, sammenholde denne med tilbudet og fastsette en rimelig løsningssum sett i forhold til aksjenes virkelige verdi.¹⁰⁵ Selv om det ikke er sagt uttrykkelig skal skjønnsretten bare fastsette ny løsningssum hvis denne i ”kvalifisert grad avviker fra den opprinnelige tilbudte løsningssum”.¹⁰⁶

4.8 Vernetting

Skjønnsforretningen skal etter asl./asal. § 4-26/25 annet ledd tredje punktum holdes i den rettskrets hvor selskapet har sitt forretningskontor. Regelen innebærer et unntak fra hovedregelen i skjønnsloven § 6 om at skjønnsforretningen skal holdes i den krets hvor saksøkte har sitt alminnelige vernetting. Begrunnelsen for å gjøre unntak fra denne hovedregelen er at i en tvangsinnløsningssituasjon, hvor det ofte er flere aksjeeiere som er saksøkt, ville det være upraktisk om hovedregelen skulle gjelde siden de saksøkte vil kunne ha forskjellige vernetting.¹⁰⁷

5 Verdssettelsestidspunkt og etterfølgende faktiske forhold

5.1 Verdssettelsestidspunkt

5.1.1 Innledning

Verdssettelsen må knyttes til forholdene på et bestemt tidspunkt.

Parten står fritt til å avtale hvilket tidspunkt som skal legges til grunn for verdssettelsen.

Dette følger av den alminnelige kontraktsfrihet i norsk rett. Partene er imidlertid ofte uenige om verdssettelsen, og i det følgende forutsettes det at partene ikke har kommet til enighet om dette spørsmålet.

¹⁰⁵ Woxholth 2003 s. 32.

¹⁰⁶ Jfr. Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 139.

¹⁰⁷ Jfr. NOU 1992:29 s. 103.

Verken asl./asal. § 4-26/25 eller forarbeidene sier noe om verdsettelsestidspunktet. Heller ikke asl. 1976 § 3-15 inneholdt en slik regel.

5.1.2 Rettspraksis

I Norway Seafoods-dommen kommer en enstemmig Høyesterett til at det er aksjeverdien per innløsningsøyeblikket, dvs. da beslutningen er ”satt fram”, som skal erstattes.¹⁰⁸ Helt presist er dette tidspunktet for registrering av beslutningen i aksjeeierregisteret.¹⁰⁹ Samtidig skal tilbudsbeløpet innbetales på særskilt konto i bank, jfr. asal. § 4-25 femte ledd. Siden minoritetsaksjonærene ikke lenger er aksjeeier i selskapet fra dette tidspunkt, må tvangsinnløseren ha risikoen for selskapets videre utvikling. Aksjeverdien som skal erstattes er dermed aksjeverdien i tvangsinnløsningsøyeblikket.

Dommen gjelder konkret asal. § 4-25. Gode grunner taler imidlertid for at den samme regel må gjelde for innløsning etter asl. § 4-26.

For det første er lovens ordlyd lik i de to bestemmelsene. Lik ordlyd er et viktig argument for å tolke bestemmelsene på samme måte.

For det annet taler forarbeidene til bestemmelsene om tvangsinnløsning for at reglene må tolkes på samme måte. Både i utredningen og i odelstingsproposisjonen er det kun foretatt en gjennomgang av asl. § 4-26 første ledd. Noen selvstendig gjennomgang av asal. § 4-25 første ledd er utelatt med den begrunnelse at bestemmelsen tilsvarer asl. § 4-26 første ledd.¹¹⁰

Juridisk teori om tvangsinnløsning skiller heller ikke mellom asl. § 4-26 og asal. § 4-25.¹¹¹ Hensynet til sammenheng og konsekvens i regelverket tilsier også en lik fortolkning av de to bestemmelsene.

¹⁰⁸ Rt. 2003 side 713 avsnitt 84.

¹⁰⁹ Jfr. asal. § 4-25 femte ledd første punktum. Slik også Sletten 2004 s. 5.

¹¹⁰ Jfr. NOU 1996:3 s. 231, Ot. prp. nr. 23 (1996-1997) s. 189.

¹¹¹ Se blant annet Andenæs 1998 s. 187, hvor han behandler innløsning etter asl. § 4-26, men tilføyer at: ”Fremstillingen gjelder tilsvarende for tolkingen av asal. § 4-25.”

Reglene om tvangsinnløsning har sitt utspring i reglene om tvangsinnløsning i aksjeloven av 1976. At lovgiver ikke ønsket å endre reglene ved revisjonen, og at de nye reglene dermed har sitt utspring i en og samme regel, er også et argument som taler for at de to bestemmelsene må tolkes på samme måte.

Etter dette må det legges til grunn at verdsettelsen skal skje på grunnlag av aksjeverdien på innløsningstidspunktet, det vil si når beslutning om tvangsinnløsning registreres i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret, jfr. asl. § 4-26 og asal. § 4-25.

Dette verdsettelsestidspunktet er også fulgt opp i senere skjønnspraksis.¹¹²

5.1.3 Juridisk litteratur

Aarbakke¹¹³ sier at ved innløsning fra majoritetsaksjonærens side mister majoritetsaksjonæren sine aksjonærrettigheter når overtakelseskravet kommer frem til minoritetsaksjonæren. Det samme tidspunkt, mener han, må være utgangspunktet for skjønnsrettens fastsettelse av aksjeverdien.

Dette tidspunktet er altså et noe annet enn det tidspunktet verdsettelsen ble knyttet til i Norway Seafoods-dommen.

Både Høyesterett i Norway Seafoods-dommen og Aarbakke mener imidlertid at verdsettelsen skal foretas på det tidspunkt eiendomsretten til aksjene går over til majoritetsaksjonæren. Grunnen til at de knytter verdsettelsen til noe forskjellig tidspunkt, synes dermed å være at de anser eiendomsretten for å gå over på noe forskjellige tidspunkter, henholdsvis på tidspunktet for registrering av beslutningen og på tidspunktet for fremsettelse av kravet.

Med Norway Seafoods-dommen må det sies å være fastslått at tvangsinnløsningstidspunktet er tidspunktet for registreringen av beslutningen.

¹¹² Se for eksempel Borgarting lagmannsretts overskjønn 22.6.05.

¹¹³ Aarbakke 1986 s. 3 jfr. s. 2.

Når det er minoriteten som krever innløsning, skal aksjeverdien bestemmes etter forholdene på det tidspunkt overtagelsesbrevet kommer frem til morselskapet. Kravet er rettslig sett som et påbud å regne, og det er dermed bindende fra det kommer frem.¹¹⁴

Krohn¹¹⁵ mener det aktuelle verdsettelsestidspunkt er ”innløsningstidspunktet”, nærmere bestemt tidspunktet da flertallet fikk innløsningen registrert. Dersom det er mindretallet som krever tvangsinnløsning, er innløsningstidspunktet da mindretallets innløsningskrav kom frem til flertallet.

Bråthen¹¹⁶ og Flodhammar¹¹⁷ mener verdsettelsestidspunktet bør være tidspunktet for fremsettelse av innløsningskravet. Slik jeg forstår dem, mener de tidspunktet da kravet fremsettes for henholdsvis minoriteten og majoriteten. Dette vil være noe senere enn tidspunktet for registreringen av beslutningen, jfr. asl./asal. § 4-26/25 femte ledd første punktum om at beslutningen skal registreres umiddelbart etter at den er tatt.

Det er noe uenighet om verdsettelsestidspunktet i den juridiske litteratur. I praksis vil det imidlertid være små forskjeller mellom de forskjellige tidspunkter.

5.1.4 Rimelighetsbetraktninger

Når majoritetsaksjonæren har besluttet tvangsinnløsning, skal han innføres som aksjonær i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret.¹¹⁸ Tilbudsbeløpet skal samtidig innbetales på særskilt konto i bank.¹¹⁹ Dette medfører at minoritetsaksjonæren ikke lenger er aksjeeier i selskapet når beslutningen om tvangsinnløsning er registrert. Rimelighetshensyn taler for at innløseren har risikoen for selskapets videre utvikling fra dette tidspunktet, hva enten dette

¹¹⁴ Jfr. avtaleloven § 7.

¹¹⁵ Krohn 2000 s. 60-67.

¹¹⁶ Bråthen 1999, s. 12.

¹¹⁷ Flodhammar 1980 s. 38 flg.

¹¹⁸ Jfr. asl./asal. § 4-26/4-25 femte ledd første punktum.

¹¹⁹ Jfr. asl./asal. § 4-26/4-25 femte ledd annet punktum.

er til gunst eller til skade for ham. Dermed er det verdien av aksjene i tvangsinnløsningsøyeblikket, det vil si når beslutning om tvangsinnløsning registreres, som skal erstattes av innløseren.

5.1.5 Konklusjon

Verdsettelsestidspunktet må være tidspunktet for registrering av majoritetsaksjonærens beslutning om å tvangsinnløse minoriteten. Den relativt nye, enstemmige Norway Seafoods-dommen og rimelighetsbetraktningene må tillegges mer vekt enn den noe sprikende teori.

5.2 Etterfølgende faktiske forhold

Skjønnsretten skal ved verdsettelsen finne frem til selskapsverdien – og dermed aksjeverdien - på innløsningstidspunktet.¹²⁰

Ved tvist om verdsettelsen vil verdivurderingen foretas på et senere tidspunkt enn på tidspunktet for registreringen av innløsningsbeslutningen.

Med etterfølgende faktiske forhold menes uforutsette forhold som har inntrådt etter tvangsinnløsningstidspunktet, men før verdsettelsestidspunktet, og som påvirker verdsettelsen av selskapet. Eksempler på slike forhold kan være endringer i selskapets resultatutvikling eller at markedsverdien av selskapets eiendeler endrer seg.

Spørsmålet er om skjønnsretten kan ta hensyn til slike etterfølgende forhold *for å finne frem til verdien av aksjene på tvangsinnløsningstidspunktet*.

Når beslutning om tvangsinnløsning er registrert og sikkerhet for løsningssummen er satt av på sperret konto, er ikke minoritetsaksjonærene lenger aksjonærer i målselskapet, jfr. asl./asal. § 4-26/25 femte ledd. Dette taler for at de etter dette tidspunktet ikke har risikoen for selskapets videre utvikling, hva enten utviklingen er negativ eller positiv.¹²¹

¹²⁰ Jfr. Rt. 2003 side 713 avsnitt 78. Se punkt 5.2.5.

¹²¹ Jfr. punkt 5.2.5.

På den annen side kan etterfølgende faktiske forhold gi informasjon som har vesentlig betydning for verdsettelsen. Dersom dette er informasjon som innløseren i tillegg bevisst har holdt tilbake for å påvirke verdsettelsen av selskapet, taler de beste grunner for at man skal kunne ta hensyn til slike forhold.

Høyesterett uttaler i Norway Seafoods-dommen at det generelt sett er opp til skjønnsretten å avgjøre om det skal legges vekt på etterfølgende faktiske forhold for å finne frem til selskapets verdi på innløsningstidspunktet. Det påpekes at skjønnsretten skal vurdere om vektlegging av slike etterfølgende faktiske forhold vil være forenlig med forsvarlig skjønnsutøvelse.¹²² Videre sies det at forsvarligheten av å trekke inn etterfølgende faktiske forhold vil variere etter metodevalget. Dersom man anvender avkastningsverdi er adgangen til å legge vekt på etterfølgende faktiske forhold svært begrenset og man kan ”som hovedregel ikke skal ta hensyn til annet enn det som var kjent på innløsningstidspunktet.”¹²³

Når det gjaldt de konkrete etterfølgende transaksjonsprisene som gjorde seg gjeldende i Norway Seafoods-saken,¹²⁴ presiserer førstvoterende at målet for retten er å finne frem til verdiforholdene per innløsningstidspunktet, ikke å foreta korreksjoner ut fra rimelighet knyttet til den etterfølgende utvikling.¹²⁵ Dersom det eksempelvis finnes gull på selskapets eiendom, er det irrelevant for verdsettelsen dersom det må legges til grunn at ingen var kjent med gulletts eksistens per innløsningen.¹²⁶

Det oppstilles temmelig strenge krav for bruken av etterfølgende transaksjonspriser. Man kan kun anvende etterfølgende transaksjonspriser til en kontroll av om skjønnet er

¹²² Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 78.

¹²³ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 81.

¹²⁴ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 83. Se i denne sammenheng faktumbeskrivelsen i avsnitt 19-21.

¹²⁵ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 84.

¹²⁶ Eksempel hentet fra Krohn ved muntlig henvendelse.

forsvarlig, og terskelen for å sette til side nåverdiberegningen på grunn av informasjon om slike transaksjoner, er høy.

Dessuten, sier Høyesterett, må man være sikker på at de etterfølgende transaksjonsprisene har skjedd på "armlengdes avstand".¹²⁷ Denne uttalelsen må forstås slik at man ikke kan legge vekt på transaksjoner mellom samme eller nærstående parter.¹²⁸

Det oppstilles en rekke krav som må være oppfylt for at man skal kunne anvende etterfølgende transaksjoner.

Slike transaksjoner vil ofte være en god indikasjon på verdien av det aktuelle virksomhetsområdet i objektselskapet på innløsningstidspunktet når¹²⁹

- de er foretatt på en armlengdes avstand,
- det er rimelig nærhet i tid mellom innløsningstidspunktet og transaksjonen,
- det er samme objekt som inngår i verdsettelsen og transaksjonen, og
- det ikke har inntruffet forhold av vesentlig betydning i mellomtiden.

Høyesterett avviser ikke bruken av etterfølgende transaksjonspriser, men gir allikevel uttrykk for betenkeligheter ved det. Det fremheves at terskelen er høy fordi det er stor risiko for at man tar hensyn til ytterligere faktorer enn de man kunne forventes å ta hensyn til på innløsningstidspunktet.¹³⁰ Videre uttrykkes betenkeligheter ved å legge vekt på etterfølgende transaksjoner fordi bevisførselen vil være svært vanskelig for mindretallsaksjonærene i saker med sammensatte selskapsstrukturer og kompliserte transaksjoner.

Det påpekes at etterfølgende transaksjonspriser må kunne brukes for å kontrollere at skjønnets er forsvarlig.

¹²⁷ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 83.

¹²⁸ Jfr. Sletten 2004 s. 10.

¹²⁹ Sletten 2004 s. 10.

¹³⁰ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 83-84.

Spørsmålet om etterfølgende transaksjoner behandles ut fra en forutsetning om avkastningsverdi som verdsettelsesmetode. Dette kan sies å være uheldig ettersom Høyesterett tidligere i dommen slo fast at også andre verdsettelsesmetoder kan anvendes.¹³¹ Spørsmålet om etterfølgende transaksjoner og bevisføringsplikt kan oppstå også i situasjoner hvor det er anvendt andre verdsettelsesmetoder. Det kan dermed ikke sies med sikkerhet om Høyesterett mener de samme regler skal gjelde der man har brukt andre verdsettelsesmetoder, for eksempel substansverdi eller børsverdi, eller om resultatet vil bli et annet i disse tilfellene.

Jeg kan ikke se noen tungtveiende argumenter for at resultatet på spørsmålet om etterfølgende transaksjoner og bevisføringsplikt blir et annet dersom en annen verdsettelsesmetode benyttes. Jeg legger derfor til grunn at Høyesterett ikke har ment å begrense løsningene de har kommet til, til situasjoner hvor man har anvendt avkastningsverdi ved verdsettelsen.

Aarbakke¹³² mener at man ved verdsettelsen skal frem til det beløp som en kjøper med ”fullstendig og korrekt informasjon” om selskapets stilling og utvikling ville betale for selskapets virksomhet og eiendeler, fordelt på aksjer.

Det må være rimelig å tolke ”fullstendig og korrekt informasjon” slik at verdsettelsen skal bygge på full informasjon om selskapet, også innsideinformasjon. En slik fortolkning av denne uttalelsen er også lagt til grunn i skjønnspraksis.¹³³

Ifølge førstvoterende i Norway Seafoods-dommen skal man legge vekt på de faktiske forhold som best belyser selskapsverdien på tvangsinnløsningstidspunktet.¹³⁴ Det må være rimelig å tolke denne uttalelsen dit hen at man kan legge vekt på etterfølgende faktiske forhold ved verdsettelsen dersom dette gir en riktigere verdsettelse enn dersom man ikke

¹³¹ Slik også Krohn 2005 s. 7.

¹³² Aarbakke 1986 s. 7.

¹³³ Jfr. Sletten 2004 s. 9.

¹³⁴ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 78.

gjør det. Høyesterett kan dermed ikke sies å ha fraveket tidligere skjønnspraksis på dette punkt.

Krohn¹³⁵ mener verdsettelsen skal bygge på informasjonen som forelå på verdsettelsestidspunktet.

Rimelighetshensyn taler på den ene side for at retten kan legge vekt på slike etterfølgende faktiske forhold siden de gir en god indikasjon på hvor mye selskapet var verdt på tvangsinnløsningstidspunktet, og dermed gir et sikrere grunnlag for å fastsette løsningssummen.

Man må imidlertid være oppmerksom på at hensyntagen til etterfølgende faktiske forhold i realiteten kan innebære en forskyvning av verdsettelsestidspunktet.¹³⁶ Det kan ikke aksepteres. Etterfølgende faktiske forhold må kun benyttes i den grad de belyser selskapsverdien på innløsningstidspunktet.

Hovedregelen må sies å være at man skal benytte den informasjon som foreligger på innløsningstidspunktet, men skjønnsretten må foreta en skjønsmessig avveining i det enkelte tilfelle av om etterfølgende forhold kan tas i betraktning ved verdsettelsen eller ikke. Det overordnede målet må i denne sammenheng være å komme frem til en riktig verdsettelse av selskapet på innløsningstidspunktet.

5.3 Bevisbyrde og bevisføringsplikt

5.3.1 Bevisbyrde

Innløseren bærer risikoen for usikkerhet ved bevisbedømmelsen som igjen fører til usikkerhet ved verdivurderingen. At det er innløseren som har bevisbyrden, er rimelig ettersom det er han som har best forutsetninger for å kunne opplyse saken.

¹³⁵ Krohn 2000 s. 66.

¹³⁶ Se Krohn 2000 s. 67.

Høyesterett påpeker i Norway Seafoods-dommen at det ikke skal benyttes et ”forsiktighetsprinsipp” til ulempe for minoritetsaksjonærene.¹³⁷ Denne uttalelsen må sannsynligvis forstås slik at majoritetsaksjonæren pålegges bevisbyrden for forhold som gjelder verdsettelsen av målselskapet.¹³⁸ Dersom retten er usikker på selskapets fremtidsutsikter, må den legge til grunn de fremtidsutsiktene som mest sannsynlig vil slå til.¹³⁹

5.3.2 Bevisføringsplikt

Det sies i Norway Seafoods-dommen at det ved hensyntagen til etterfølgende transaksjoner ligger en tung bevisføringsplikt på innløseren. Han må altså skaffe bevis for at senere transaksjoner også gir uttrykk for verdien på innløsningstidspunktet, og for hvilke korreksjoner som må foretas.¹⁴⁰

Bevisføringsplikten må legges på innløseren, ettersom det er han som vil ha best forutsetning for å fremskaffe slik informasjon. I de tilfellene hvor det er minoriteten som påberoper seg slike etterfølgende transaksjoner, vil det kunne by på vanskeligheter å fremskaffe informasjonen siden det ofte dreier seg om kompliserte transaksjoner og sammensatte selskapsstrukturer.¹⁴¹

Minoritetsaksjonæren kan ikke forvente at majoritetsaksjonæren vil være behjelpelig med å fremskaffe slik informasjon, og dermed kan oppgaven bli nærmest umulig for en liten minoritet med begrensede ressurser.

Disse to prinsippene er antagelig den delen av Høyesteretts avgjørelse som er mest betydningsfull. Den prinsipielle plasseringen av bevisbyrden og avvisningen av et

¹³⁷ Se Rt 2003 side 713 avsnitt 86 og Andersen 2003 s. 33.

¹³⁸ Jfr. Truyen 2003, s. 350.

¹³⁹ Sletten 2004 s. 11.

¹⁴⁰ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 85.

¹⁴¹ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 84-85.

forsiktighetsprinsipp til ulempe for minoritetsaksjonærene fremstår som et korrektiv til tidligere skjønnspraksis.¹⁴²

6 Verdsettelsesprinsippet

6.1 Innledning

Verdsettelsen av aksjene må sies å være det mest omstridte spørsmålet vedrørende tvangsinnløsning. Spørsmålet er av stor betydning både for den innløsende og den innløste part.

Inntil 2003 hadde drøyt 60 tvangsinnløsningssaker endt i retten, herunder 8 overskjønn for lagmannsretten og et for Høyesterett.¹⁴³ Uenigheten partene imellom dreide seg i all hovedsak om verdsettelsen.

Det er bare i et teoretisk perfekt eller effisient marked det er fullt samsvar mellom de underliggende selskapsverdiene og aksjenes markedsverdi.

Dersom aksjenes markedsverdi er høyere enn selskapets underliggende verdier, sier man at det foreligger en premie. Hvis man kjøper aksjene til denne markedsverdien, betaler man altså en premie for merverdiene.

I tilfeller hvor markedets verdi er lavere enn selskapsverdiene, taler man om en rabatt.

Verdiene man får del av er større enn den prisen markedet har satt på aksjene, og man kan derfor sies å få en rabatt.¹⁴⁴

Siden det i praksis ikke er overensstemmelse mellom de underliggende verdier i selskapet og markedsverdien, blir det sentralt å avgjøre hvilken av verdiene aksjonærene skal ha

¹⁴² Jfr. Sletten 2004 s. 11.

¹⁴³ Johansson 2003 s. 6.

¹⁴⁴ Woxholth 2003 s. 35.

erstattet. Skal man ved verdsettelsen ta hensyn til selskapets underliggende verdier, eller skal man basere seg på aksjenes omsetningsverdi?

For å foreta en verdsettelse må man først ta stilling til hvilket verdsettelses*prinsipp* som gjelder. Eksempler på verdsettelsesprinsipper kan være ”rimelig pris”, ”rettferdig pris”, ”virkelig verdi” og ”omsetningsverdi”.

Dersom man har kommet frem til at for eksempel ”virkelig verdi” gjelder som verdsettelsesprinsipp, må man bestemme hvordan man finner denne verdien, altså hvilken verdsettelses*metode* som skal anvendes. Eksempler er børskurs, avkastningsverdi og substansverdi. Verdsettelsesmetoden er altså kun et hjelpemiddel til å finne frem til den virkelige verdi.

6.2 Loven

Det finnes ingen lovregel som sier hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer. Verken i aksjeloven av 1976 eller lovene av 1997 er det tatt stilling til verdsettelsesprinsippene. Den eneste veiledningen loven gir er at løsningssummen skal fastsettes ved skjønn, jfr. asl./asal. § 4-26/25 annet ledd første punktum, og at den ikke skal være urimelig, jfr. asl./asal. § 4-26/25 fjerde ledd første punktum forutsetningsvis.

6.3 Forarbeider

Forarbeidene til lovene av 1997 sier ikke noe om hvilket verdsettelsesprinsipp man skal anvende.¹⁴⁵

I forarbeidene til aksjeloven av 1976 gjengis en uttalelse fra Norges Industriforbund om at løsningssummen skal representere en rimelig markedsverdi av aksjene rett før fusjonsbeslutningen, forutsatt selskapets fortsatte drift.¹⁴⁶

¹⁴⁵ Se NOU 1992:29 s. 103-104, Ot.prp. nr. 36 (1993-1994), NOU 1996:3 punkt 8.4, Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 139.

¹⁴⁶ Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 207.

Departementet sier seg enig i forutsetningen om fortsatt drift, men går ikke inn for å lovfeste noe verdsettelsesprinsipp.

At lovgiver heller ikke har forsøkt å lovfeste noe verdsettelsesprinsipp i 1997-loven kan anføres som et argument for at lovgiver har ment at dette er et spørsmål som må avgjøres av domstolene. Siden de ikke har hatt noen innvendinger mot den skjønnspraksis som er dannet, må man gå ut ifra at de slutter seg til denne. Skjønnspraksis får dermed stor rettskildemessig vekt på området.¹⁴⁷

6.4 Rettspraksis

6.4.1 Skjønnspraksis

Skjønnspraksis har for en stor del basert seg på Aarbakkes betenkning fra 1986, og uttalelsen om at ”Hovedsynspunktet ved verdsettelsen må være at man skal frem til det beløp som en kjøper med fullstendig og korrekt informasjon om selskapets stilling og utvikling ville betale for selskapets virksomhet og eiendeler, fordelt på aksjer.”¹⁴⁸

Slik jeg forstår uttalelsen skal man frem til den underliggende verdien av aksjene. Det dreier seg altså ikke om en størrelse som man kan komme frem til ut i fra enkle retningslinjer. Det må heller sees som en ideell størrelse hvor metodene for å finne den blir det viktige.¹⁴⁹

Denne uttalelsen er sitert i en rekke skjønnsettssaker,¹⁵⁰ og en rekke skjønn er basert på at løsningssummen skal fastsettes til et beløp som tilsvarer aksjens andel av de underliggende verdier i selskapet.

¹⁴⁷ Slik også Rt. 2003 side 713 avsnitt 64-65.

¹⁴⁸ Denne uttalelsen er også gjengitt i Rt. 2003 side 713 avsnitt 57.

¹⁴⁹ Krohn 2000 s. 70.

¹⁵⁰ Jfr. Johansson 2003 s. 32.

6.4.2 Norway Seafoods-dommen

Hovedproblemstillingen i Norway Seafoods-dommen knytter seg til spørsmålet om verdsettelsesprinsippet.

Saken har et innfløkt faktum, og jeg gjennomgår ikke dette i detalj her.¹⁵¹ For dette formålet holder det å si at Aker RGI Holding AS, et Røkke-dominert selskap, våren 1999 ville kjøpe opp alle aksjene i Norway Seafoods ASA (NWS). Tilbudsprisen var kr. 16 pr. aksje. Til tross for at en takst innhentet av to NSW-styremedlemmer som var uavhengige av Røkke-systemet viste en verdi i området kr. 30-40 pr. aksje, førte tilbudet frem for 93,52 % av aksjene. Det ble godtatt av alle institusjonelle investorer mv. med unntak av SND. Kort tid etterpå ble det besluttet å tvangsinnløse aksjene til de gjenværende mindretallsaksjonærene. Ved herredsrettsskjønn av 04.04.01 ble verdien satt til kr. 34,50 pr. aksje + renter. Etterfølgende overskjønn ved lagmannsrett avhjemlet 12.06.02 ga som resultat kr. 30,40 pr. aksje + renter. Ved verdsettelsen tok lagmannsretten utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Fire sentrale forretningsområder ble vurdert enkeltvis, og verdien av disse ble deretter summert.

Tvangsinnløseren innga anke over rettsanvendelsen ved lagmannsrettens verdsettelse. Det ble blant annet anført at hovedregelen ved verdsettelse er at man skal ta utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi. Begrunnelsen for dette syn var at verdsettelsen burde avspeile at aksjer normalt omsettes for et lavere beløp enn aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier. Siden likviditeten i aksjen ikke var tilstrekkelig på innløsningstidspunktet i denne saken, hevdet tvangsinnløseren at man ved verdsettelsen måtte ta utgangspunkt i en anslått omsetningsverdi for aksjen.

For å finne frem til denne anslåtte omsetningsverdien vil det kunne være nødvendig å vurdere selskapets underliggende verdier, men det kunne etter tvangsinnløserens syn ikke være riktig å foreta en matematisk fordeling av de underliggende verdiene på antall aksjer. Ifølge tvangsinnløseren måtte verdsettelsen avspeile at aksjer normalt omsettes for et lavere beløp enn aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier, og det måtte

¹⁵¹ For en nøyaktig gjengivelse av faktum, se dommens avsnitt 2-26.

derfor gjøres fradrag for denne ”rabatten” ved utmålingen av løsningssummen.

Tvangsinnløseren mente at i motsatt fall vil de innløste aksjonærer oppnå en gevinst som de ikke ville oppnådd verken ved frivillig omsetning eller ved ekspropriasjon.¹⁵²

Spørsmålet i hovedanken var hvorvidt løsningssummen skulle tilsvare aksjenes omsetningsverdi med utgangspunkt i børskurs, slik tvangsinnløseren hevdet, eller om den skulle tilsvare aksjenes virkelige verdi ved at løsningssummen reflekterte deres forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.¹⁵³

Hovedanken behandles i avsnittene 47-74. I avsnitt 74 sier Høyesterett at løsningssummen skal tilsvare ”aksjenes virkelige verdi i selskapet på det tidspunktet selskapets beslutning om tvungen overtakelse er satt fram.”

Verdien skal beregnes ut i fra selskapets underliggende verdier og man skal legge til grunn at alle aksjer i samme klasse har samme verdi.

Verdien av den enkelte aksje skal tilsvare aksjens ”forholdsmessige” andel av selskapets underliggende verdier.¹⁵⁴

Høyesterett avviste at skjønnsretten er bundet til å legge til grunn aksjenes omsetningsverdi, eventuelt en antatt omsetningsverdi der det ikke finnes noen omsetningsverdi. Det ble i denne sammenheng uttrykkelig tatt avstand fra ekspropriasjonssynspunktet om at innløsningsvederlaget må fastsettes med utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi.

Høyesterett tok utgangspunkt i skjønnspraksis som må sies å ha avvist prinsippet om at man skal legge aksjenes omsetningsverdi til grunn for verdsettelsen, og hva gjelder

¹⁵² Rt. 2003 side 713 avsnitt 28.

¹⁵³ Se. Rt. 2003 side 713 avsnitt 1.

¹⁵⁴ Se Rt. 32003 side 713, blant annet avsnitt 77.

spørsmålet om verdsettelsesprinsippet stadfester dommen langt på vei tidligere skjønnspraksis.¹⁵⁵

Videre begrunnet Høyesterett sitt resultat ut ifra rettstekniske hensyn. Dersom det ikke er et fungerende marked for salg av aksjene som skal innløses, noe som ofte er tilfellet i en tvangsinnløsningssituasjon hvor majoriteten sitter med over 90 % av aksjene, må man dersom man legger omsetningsverdien til grunn for verdsettelsen, finne en antatt omsetningsverdi. Skjønnsretten må dermed først skjønne over de underliggende verdiene i målselskapet og deretter å gjøre fradrag for den påståtte ”rabatten” før aksjens omsetningsverdi var beregnet. Man ville altså få en form for ”dobbeltskjønn”, som vil være både vanskelig og tidkrevende å praktisere.¹⁵⁶

En annen grunn til å benytte virkelig verdi som verdsettelsesprinsipp er at dersom løsningssummen skulle fastsettes ut ifra aksjenes børsverdi, kunne majoritetsaksjonæren bli fristet til å velge det innløsningstidspunkt da rabatten i børskursen er høyest.¹⁵⁷

6.5 Juridisk teori

Aarbakke mfl.¹⁵⁸ nøyer seg med å vise til Norway Seafoods-dommen, og konstatere at man ved verdsettelsen av aksjene skal bygge på selskapets virkelige verdi. Det vises i denne forbindelse til en lengre fremstilling av dommen.¹⁵⁹ Denne korte henvisningen til dommen må tolkes slik at Aarbakke mfl. er enig i resultatet Høyesterett har kommet frem til. Det legges derfor til grunn at også Aarbakke mfl. mener man skal frem til den virkelige verdi av aksjene.

Krohn¹⁶⁰ deler Aarbakke mfl. sin oppfatning om at det er den virkelige verdi man skal frem til ved verdsettelsen.

¹⁵⁵ Krohn 2005 s. 3.

¹⁵⁶ Jfr. Rt. 2003 side 713 avsnitt 67.

¹⁵⁷ Jfr. Rt. 2003 side 713 avsnitt 69.

¹⁵⁸ Aarbakke mfl. 2004 s. 306.

¹⁵⁹ Aarbakke mfl. 2004 s. 1083 flg.

¹⁶⁰ Krohn 2000 s. 79.

6.6 Andre innløsningshemler

I andre innløsningshemler er det bestemt at aksjen skal fastsettes til virkelig verdi, se asl. § 4-17, asl./asal. § 13-18/19 og asal. § 21-2. Det er imidlertid en forskjell mellom tvangsinnløsning og innløsning etter de andre hemlene, nemlig at ved tvangsinnløsning er det en aksjeeier som har full kontroll over selskapet, og innløseren er aksjeeieren og ikke selskapet. Derfor kan man ikke helt uten videre overføre det prinsipp som gjelder for de øvrige innløsningsreglene til regelen om tvangsinnløsning. Hensynet til harmoni i rettssystemet taler imidlertid for at virkelig verdi skal være verdsettelsesprinsipp også ved tvangsinnløsning av mindretallsaksjonærer.

6.7 Konklusjon

Det må, særlig basert på den nye Høyesterettsdommen i Norway Seafoods-saken som må tillegges betydelig vekt, sies å være gjeldende rett at man ved verdsettelsen skal finne aksjens ”virkelige verdi”.

6.8 Konsekvenser av Norway Seafoods-dommen

Siden Norway Seafoods-dommen er den første Høyesterettsdommen i sitt slag i Norge, finner jeg det naturlig å si noen ord om hvilke konsekvenser denne dommen kan ventes å få for rettstilstanden på området.

Høyesteretts valg av verdsettelsesprinsipp samt påleggelse av bevisbyrden på morselskapet stadfester et høyt minoritetsvern. Dette var allerede gjeldende rett, og betydningen av dommen er kanskje derfor ikke så stor.¹⁶¹ På den annen side har det tidligere vært usikkerhet om hva som er gjeldende rett på området. Høyesterettsdommen er derfor viktig idet den avklarer en rekke spørsmål og dermed gjør situasjonen mer forutsigbar for partene i en tvangsinnløsningssituasjon.

¹⁶¹ Slik også Krohn 2005 s. 9.

6.9 Betydningen av at aksjene tilhører minoriteten/spørsmål om rabatter

6.9.1 Innledning

Som nevnt i punkt 6.1 taler man om en rabatt når prisen på aksjen i markedet er lavere enn de underliggende verdier i selskapet skulle tilsi.

Ved kjøp av en aksjemajoritetspost får man en merverdi i form av den innflytelse og makt det gir å eie en stor aksjepost i selskapet. Dermed vil man ved kjøp av slike store aksjeposter måtte betale forholdsmessig mer per aksje enn man hadde måttet betale dersom det ikke dreide seg om en majoritetspost.

På den annen side vil minoritetens aksjer være forholdsvis mindre verdt enn det aksjene vanligvis vil være, fordi minoritetens stilling er vanskelig idet selskapet i realiteten kontrolleres av majoritetsaksjonæren. Ved salg av aksjene i markedet vil man derfor mest sannsynlig få en lavere pris for disse aksjene enn man vanligvis får.

Skal minoritetsaksjonærenes aksjer, på grunn av minoritetsaksjonærenes begrensede muligheter til å ivareta sine interesser, verdsettes til en lavere verdi?

Spørsmålet er verken behandlet i loven eller dens forarbeider.

6.9.2 Juridisk teori

Aarbakke¹⁶² mener man ved verdsettelsen, til tross for at en minoritetspost er forholdsvis mindre verdt enn en majoritetspost, ikke skal ta hensyn til at aksjene som skal løses inn er minoritetsaksjer. Man skal altså forutsette at alle aksjene i datterselskapet er like mye verdt. Aarbakke viser til en svensk retningsgivende høyesterettsdom¹⁶³ som begrunner sitt resultat ut i fra det aksjerettslige likhetsprinsipp.

¹⁶² Aarbakke 1986 s. 6.

¹⁶³ NJA 1957 s. 1.

Krohn¹⁶⁴ og Wahlstrøm¹⁶⁵ deler Aarbakkes oppfatning på dette punkt, og det ser ut til at det er enighet i den juridiske teori om at det ved verdsettelsen ikke skal tas hensyn at det dreier seg om en minoritetspost.

6.9.3 Rettspraksis

6.9.3.1 Norway Seafoods-dommen

Spørsmålet kom opp i Norway Seafoods-dommen.

Høyesterett sa at dersom det skal tas utgangspunkt i en rabattert omsetningsverdi, ”kunne dette også friste til illojalitet ved å holde tilbake opplysninger om selskapet for på denne måten å presse kursen ned.”¹⁶⁶ Man er altså redd for at majoritetsaksjonæren, ved hensyntagen til rabatter, skal holde tilbake informasjon som er skadelig for selskapet. Dette ville føre til en lavere aksjekurs, som igjen ville ha som følge at majoritetsaksjonæren må betale mindre for å løse ut minoriteten. En ordning hvor man skal tvangsinnløses til en rabattert omsetningsverdi ville altså kunne legge forholdene til rette for at morselskapet kunne oppnå fordeler på minoritetsaksjonærenes bekostning.

Høyesterett må altså forstås til å si at man ved verdsettelsen ikke skal ta hensyn til rabatter. Minoritetsaksjonærene har dermed krav på sin andel av selskapets fulle underliggende verdier.

6.9.3.2 Skjønnspraksis

I et relativt nylig avsagt overskjønn sa lagmannsretten, med henvisning til Norway Seafoods-dommen, at selv om det er aksjen som skal verdsettes og ikke selskapet, skal man ikke ta hensyn til rabatter.¹⁶⁷ Saksøker hevdet at ettersom det er aksjen som skal verdsettes, må man trekke fra en rabatt fordi aksjen bare har en indirekte eiendomsrett til selskapets

¹⁶⁴ Krohn 2000 s. 108.

¹⁶⁵ Wahlstrøm 1994 s. 215-216.

¹⁶⁶ Rt. 2003 side. 713 avsnitt 77.

¹⁶⁷ Borgarting lagmannsretts skjønn av 22.06.05.

eiendeler. Lagmannsretten avviste dette og sa at de innløste aksjonærer må ha direkte tilkomst til selskapets eiendeler. Lagmannsretten følger dermed opp prinsippet fra Norway Seafoods-dommen. Det forhold at verdsettelsen i utgangspunktet er knyttet til aksjene, gir således ikke grunnlag for å foreta en reduksjon i forhold til andelen av de underliggende selskapsverdiene.

6.9.3.3 Rimelighetsbetraktninger

Som påpekt av Høyesterett i Norway Seafoods-dommen, kan hensyntagen til rabatter medføre at majoritetsaksjonæren holder opplysninger tilbake for å presse kursen ned og dermed slippe unna med en lavere løsningssum. Dette hensynet må, slik jeg ser det, veie tungt. Minoritetsaksjonærene har ingen forutsetninger for å kunne kontrollere at de opplysningene majoritetsaksjonæren gir er riktige. Dette gjelder særlig når det dreier seg om konserner med mange selskaper og kompliserte transaksjoner. De beste grunner taler for å forebygge at slike uheldige situasjoner oppstår. Minoritetsbeskyttelse bør således være det avgjørende hensyn.

Konklusjonen blir at man ikke skal ta hensyn til rabatter.

6.9.4 Konklusjon

Rettspraksis og juridisk teori er samstemt. Konklusjonen må etter dette bli at det ved verdsettelsen ikke skal ha noen betydning at aksjene tilhører en minoritet.

6.10 Et høyeste verdis prinsipp?

Det har i etterkant av Norway Seafoods-dommen vært diskusjon i den juridiske teori om det gjelder et høyeste verdis prinsipp, altså om de innløste aksjonærer har krav på høyeste verdi av børsverdi og beregnet underliggende verdi. Sletten¹⁶⁸ og Truyen¹⁶⁹ er av denne oppfatning, mens Krohn¹⁷⁰ mener det ikke gjelder et slikt prinsipp.

¹⁶⁸ Sletten 2004 s. 8.

¹⁶⁹ Truyen 2003 s. 347-348. Truyen mener imidlertid at et høyeste verdis prinsipp bare vil være et av flere argumenter for valg av verdsettelsesmetode i det enkelte tilfelle, se s. 348.

¹⁷⁰ Krohn 2005 s. 9.

Dersom man lar for eksempel avkastningsverdi være nedre terskel for løsningssummen, kan man motvirke majoritetsaksjonærens spekulasjon i å velge et innløsningstidspunkt hvor omsetningsverdien er lavere enn avkastningsverdien.¹⁷¹

På den annen side velger man ved verdsettelsen den metoden som er best egnet for å belyse selskapets verdi. Selv om en annen metode enn den best egnede gir en høyere verdi, vil man neppe få solgt selskapet til denne høyere verdi.¹⁷² I tillegg kan man oppleve at minoritetsaksjonærene uansett krever skjønn ettersom de allikevel kan velge den høyeste verdien.¹⁷³

Løsningen må anses åpen, og det kan ikke gis noe sikkert svar. Slik jeg ser det har Krohns synspunkt mest for seg da jeg ikke kan se at Norway Seafoods-dommen gir noe grunnlag for å hevde at det gjelder et høyeste verdis prinsipp.

7 Verdsettelsesmetoden

7.1 Innledning

Ved verdsettelsen av aksjene skal man altså finne frem til aksjenes ”virkelige verdi”. Det neste spørsmålet blir da: hva er virkelig verdi, og hvordan kommer man frem til denne verdien? Det finnes ingen klar definisjon av hva virkelig verdi er, men den virkelige verdi kan sies å være den objektivt riktige verdien av selskapet. Denne verdien må bestemmes i hvert enkelt tilfelle. Verdsettelsesmetodene er altså kun hjelpemidler til å finne frem til den virkelige verdi.¹⁷⁴

¹⁷¹ Jfr. Sletten 2004 s. 8.

¹⁷² Krohn 2005 s. 9.

¹⁷³ Krohn 2005 s. 9.

¹⁷⁴ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 79.

Det finnes en rekke forskjellige verdsettelsesmetoder. I det følgende behandles de metodene som er hyppigst anvendt i skjønnspraksis. Jeg vil også se om det finnes noen retningslinjer for når de forskjellige verdsettelsesmetodene skal anvendes. Verken loven eller forarbeidene sier noe om dette. Jeg vil derfor se på relevant skjønnspraksis.

Det er to hovedinnfallsvinkler til verdsettelsen, nemlig bedriftsøkonomisk analyse av fremtidige kontantstrømmer, og markeds- eller omsetningsverdi.¹⁷⁵ Spørsmålet i den enkelte tvangsinnløsningssak er hvilken metode som gir det riktige bilde av den ”virkelige verdi”, og ingen av metodene kan således generelt sett sies å være den ”riktige”.

I Norway Seafoods-dommen avsnitt 74 sier Høyesterett at verdsettelsesmetoden som skal anvendes for å komme frem til den virkelige verdi av aksjene ”må, som skjønnspraksis viser, avgjøres konkret.” Høyesterett nevner substansverdi, avkastningsverdi og børskurs som aktuelle verdsettelsesmetoder, uten at oppregningen er ment å være uttømmende. Høyesterett stiller altså ikke opp noen fast regel for hvilken verdsettelsesmetode man skal anvende, og skjønnretten må i den enkelte sak avgjøre hvilken verdsettelsesmetode som er best egnet for å komme frem til aksjens virkelige verdi.

En slik regel er fleksibel for skjønnretten, men lite forutberegnelig for partene. Selv om regelen fører til vanskeligheter med å forutberegne verdien som skal erstattes for partene, er dette den eneste praktisk mulige måten å anvende regelen på, siden de forskjellige verdsettelsestilfeller kan være så forskjellige.

7.2 Markedsverdi

Markedsverdien er den verdien av aksjene som fremkommer gjennom frivillig tilbud og etterspørsel, og gjennom hyppig omsetning.¹⁷⁶ At begrepet markedsverdi benyttes,

¹⁷⁵ Krohn 2000 s. 72.

¹⁷⁶ Giertsen 1995 s. 411.

forutsetter imidlertid ikke at det rent faktisk foregår en omsetning av aksjen i markedet på tvangsinnløsningstidspunktet.¹⁷⁷

Markedsverdi omfatter mer enn børsverdi. Også aksjer som omsettes noenlunde organisert utenfor børs, kan ha en omsetningsverdi. Imidlertid stilles det noen krav til markedet for at den prisen som fremkommer ved omsetning kan omtales som markedsverdi.

For det første er det krav om at aksjen omsettes hyppig. På den måten blir aksjen tilstrekkelig likvid, det vil si at den omsettes i så stort omfang at risikoen er liten for at aksjekursen påvirkes av salget fra én aktør.¹⁷⁸

Videre er det krav om effisiens. Full effisiens vil si at alle aktører har full informasjon om alle forhold av betydning for prisingen av aksjene. Informasjon er avgjørende for selgers og kjøpers verdivurdering av aksjene. Det foreligger ikke full effisiens i noe marked, og det avgjørende må være at selger og kjøper har lik informasjon når de fatter sine beslutninger. I motsatt fall kan det ikke sies å foreligge et fungerende marked.

Dessuten er det for et velfungerende marked krav om eierspredning.¹⁷⁹ Børsforskriften § 2-1 fjerde ledd oppstiller krav om eierspredning på 25 % for å bli tatt opp til børsnotering. Dette kan gi en viss veiledning for hvor stor eierspredning som kreves. Imidlertid åpnes det i børsforskriften § 2-1 femte ledd for unntak fra 25 % - regelen. Dette kan tale for at det ikke er utenkelig at en markedspris kan godtas selv om en dominerende aksjeeier innehar mer enn 90 % av aksjene. I RG 1999 side 9 (Borgarting) ble markedsprisen antatt påvirket av den utilstrekkelige eierspredningen da majoritetsaksjonæren eide 99,6 % av aksjene.

For å legge aksjenes markedsverdi til grunn er det en forutsetning at aksjene omsettes i markedet. Her vil det være forskjell på aksjer i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper.

¹⁷⁷ Giertsen 1995 s. 410-411.

¹⁷⁸ Christensen 2001 s. 41.

¹⁷⁹ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 207.

Aksjer i allmennaksjeselskap er fritt omsettelige, jfr. asal. § 4-15 annet ledd. For aksjeselskaper kreves derimot samtykke fra styret ved erverv av aksjer, jfr. asl. §§ 4-15 annet og tredje ledd. For begge selskapstyper kan imidlertid en annen løsning vedtektsfestes. Det følger således ikke direkte av lovreglene at det må benyttes forskjellige verdsettelsesmetoder på de to ulike selskapsformene. Imidlertid vil hovedregelen være at det er bedre grunnlag for å benytte markedsverdien for aksjer i allmennaksjeselskaper enn i aksjeselskaper.

Den vanlige omsetningen av aksjer foregår ved frivillig kjøp og salg. Dersom aksjene er notert på børs, fremkommer prisen på aksjen ved tilbud og etterspørsel etter aksjene i selskapet, samt de avsluttende handler som finner sted på eller rapporteres til børs, se børsloven § 5-3 første ledd. I tvangsinnløsningssituasjoner er situasjonen imidlertid den at man har en majoritetsaksjonær som innehar over 90 % av aksjene. For slike selskaper vil det ikke være noe velfungerende marked, ettersom det vil være minimal etterspørsel etter selskapets aksjer. I tillegg vil børsnoterte aksjer ofte være strøket fra børsnotering når betingelsene for tvangsinnløsning er oppfylt, på grunn av børsens regler om krav om eierspredning, jfr. børsforskriftens § 2-1 fjerde ledd. Disse forhold gjør børsverdien mindre egnet til å finne frem til den virkelige verdi av aksjene. Dersom aksjen har vært notert på børs kort tid før krav om tvangsinnløsning fremmes, vil børskursen imidlertid kunne være retningsgivende for den virkelige verdi av aksjen.

Der hvor morselskapet kommer i innløsningsposisjon etter å ha hatt en kontrollerende eierposisjon i målselskapet i lengre tid, vil det sjelden være et fungerende marked for salg av målselskapets aksjer. Dette kalles ”squeeze-out” ettersom morselskapet hadde kontroll over målselskapet før tvangsinnløsningen.¹⁸⁰ Hvis innløsningsposisjon derimot oppnås ved et overtakelsestilbud fra noen som ikke har vært kontrollerende eier, vil det være større sjanse for at det er et fungerende marked for aksjene. Denne situasjonen kalles ”take-over”.¹⁸¹

¹⁸⁰ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 67.

¹⁸¹ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 67.

Uansett er markedsverdi mest anvendelig som verdsettelsesmetode for børsnoterte selskaper, hvor aksjene omsettes og selskapet daglig verdsettes av meglerhus og lignende. For aksjeselskaper med minimal aksjeomsetning er markedsverdi ikke egnet som verdsettelsesmetode.

I Norway Seafoods-dommen sier førstvoterende, med henvisning til svensk rettspraksis¹⁸² at børskursen er en god indikasjon på aksjenes virkelige verdi i ”take-over” - situasjoner.¹⁸³

I Stavanger byretts skjønn 18.03.92 ble aksjene i AS Borerigg verdsatt. Selskapets eiendeler bestod blant annet av borefartøyer med aktivitet i Nordsjøen. Før tvangsinnløsningen hadde morselskapet kjøpt opp 96 % av aksjene i AS Borerigg. Ved verdsettelsen tok retten utgangspunkt i børskursen da aksjen gikk av børs. Den verdien retten kom frem til, ble sammenlignet med substansverdien, som også ble tillagt vekt. Retten tilla børsens prising relativt stor vekt fordi selskapet var et aktivt handlende selskap.

I Bergen byretts skjønn 20.11.90 (BMV) skulle verdien av aksjene i Bergen Mekaniske Verksteder AS fastsettes. Retten fant at den ikke kunne anvende omsetningsverdi ettersom det ikke hadde vært noen slik omsetning av aksjer at det hadde dannet seg noen omsetningsverdi. Aksjene var her ikke notert på børs. Dette viser at omsetningsverdien ikke egner seg der hvor det ikke finnes noe velfungerende marked for kjøp og salg av aksjene.

Observert markedsverdi ble også lagt til grunn for verdsettelsen i skjønn avhjemlet av Oslo byrett 06.09.99. Selv om det tidligere hadde vært manglende likviditet i aksjen, antok man at dette ikke hadde virket inn på markedsverdien.

¹⁸² Högsta domstolens dom i ”Balkensaken”, NJA 1996 side 293.

¹⁸³ Rt. 2003 side 713 avsnitt 72. Norway Seafoods-saken dreide seg imidlertid ikke om noen ”take-over”-situasjon, og markedsverdien ble ikke ansett som noen god indikator på virkelig verdi. Heller ikke Rt. 1979 side 572 kunne ifølge Høyesterett anføres som argument for at verdsettelsen måtte ta utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi., jfr. Rt. 2003 side 713 avsnitt 73.

7.3 Substansverdi

Substansverdien av et selskap er definert som markedsverdien av eiendelene fratrasket gjeld.¹⁸⁴ Man skal altså frem til eiendelenes reelle verdier.¹⁸⁵ Det er således en forutsetning for bruk av metoden at man kan fastsette meningsfylte markedsverdier for eiendelene. Om metoden er anvendelig vil derfor avhenge av hvilke eiendeler selskapet består av.

Dersom selskapet hovedsakelig har eiendeler som bankinnskudd, obligasjoner, børsnoteerte aksjer og lignende, vil substansverdien være godt egnet for å beregne verdien av selskapet. Det samme gjelder for selskaper som har eiendeler med et aktivt annenhåndsmarked og relativt hyppige omsetninger. Dette vil typisk være skip, forretningseiendommer og lignende.¹⁸⁶ Substansverdimetoden vil følgelig være aktuell ved verdsettelse av eiendomsselskaper, investeringsselskaper og skipseiende selskaper. Mer problematisk vil bruk av substansverdimetoden være på selskaper som i stor grad eier immaterielle eiendeler som patenter, know-how og så videre, da det vil være vanskelig å fastsette markedsverdien for disse eiendelene.¹⁸⁷

Substansverdimetoden kan brukes både som selvstendig verdsettelsesmetode og som kontroll av beregninger foretatt ved hjelp av inntjeningsbaserte metoder.

I Bergen byrett 28.09.90 baserte retten verdiberegningen av aksjene i et skipsaksjeselskap på substansverdien. Retten uttalte at ”Markedsverdien av et skip gir uttrykk for skipets forventede inntjening i fremtiden.” Dette samsvarer med det som er sagt over om at substansverdien er godt egnet som verdsettelsesmetode der selskapets eiendeler består av skip med videre. Retten mente markedsverdien av selskapets skip ga et uttrykk for skipenes forventede inntjening i fremtiden.

¹⁸⁴ Kinserdal 1998 s. 177.

¹⁸⁵ Wahlstrøm 1994 s. 219.

¹⁸⁶ Christensen 1996 s. 60.

¹⁸⁷ Hansen 1997 s. 199.

I Sandefjord byrett 21.03.91 brukte retten substansverdi som verdsettelsesmetode i et aksjeselskap som drev med kapitalplasseringer og investeringer i shipping via kommandittselskap.

I skjønnet avhjemlet i Nedre Romerike herredsrett 29.01.93 benyttet retten substansverdi ved verdsettelsen av selskapets investeringsvirksomhet.

7.4 Avkastningsverdi

Når man anvender avkastningsverdi skal man frem til en antatt avkastning for hele selskapets virksomhet eller for en avgrenset del av virksomheten i selskapet.¹⁸⁸

Avkastningsverdien er altså nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer.¹⁸⁹

Ettersom man benytter seg av fremtidige kontantstrømmer, vil det være betydelige usikkerhetsmomenter ved denne metoden.

Avkastningsverdi kan beregnes på en rekke forskjellige måter. For det første kan man diskontere den fremtidige inntjeningen til selskapet og fordele denne på selskapets aksjer.¹⁹⁰ En annen måte er å ta utgangspunkt i substansverdien og legge til goodwill.¹⁹¹ Videre kan det tas utgangspunkt i et P/E-tall. Dette tallet illustrerer forholdet mellom pris per aksje og nåværende inntekt per aksje. Fordelen med denne metoden er at det er nokså lett å foreta sammenligninger med lignende børsnoterte selskaper.¹⁹²

Avkastningsverdi er benyttet som verdsettelsesmetode i en betydelig del av skjønnsavgjørelsene angående tvangsinnløsning.

I Bergen byrett 20.11.90 ble avkastningsverdi benyttet i kombinasjon med substansverdi. Retten benyttet regnskapene fra og med 1988 og prognosene frem til 1992. Senere

¹⁸⁸ Wahlstrøm 1994 s. 218.

¹⁸⁹ Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 79.

¹⁹⁰ Christensen 2001 s. 52.

¹⁹¹ Se blant annet RG 1998 side 691.

¹⁹² Boye og Dahl 1997 s. 34.

prognoser ble ikke tatt i betraktning, da disse hadde mer preg av å gi uttrykk for ambisjonsnivå enn å være reelle prognoser.

I RG 1982 side 758 ble en eiendom med et forretnings- og boligbygg verdsatt. Eiendommen var i det vesentlige utleid med indeksregulerte leiekontrakter. Retten tok hensyn til gårdens fremtidige inntjeningssevne. Man tok utgangspunkt i fremtidens netto inntjeningssevne etter fradrag av skatt på selskapets hånd omberegnet til et kontant beløp på innløsningstidspunktet.

Ved skjønn 22.06.92 (voldgift) ble avkastningsverdien benyttet som et hjelpemiddel for å kontrollere at man hadde kommet frem til et rimelig resultat. Ved verdsettelsen av et av datterselskapene ble avkastningsverdien ikke benyttet fordi regnskapene inneholdt interne overføringer som gjorde det vanskelig å beregne selskapets reelle inntjening i de aktuelle år.

7.5 Synergieffekter

Med synergieffekter menes resultateffekter som oppstår på grunn av samarbeidet mellom morselskap og målselskap. Et spørsmål som ofte oppstår i praksis er hvordan man skal behandle synergier mellom morselskap og målselskap. Tradisjonelt har det vært antatt at man ikke skal ta hensyn til slike synergier. Begrunnelsen for dette er at en uavhengig kjøper normalt ikke kan forvente å ta del i slike effekter, og derfor kan det heller ikke regnes til verdien av målselskapet.¹⁹³ At synergieffektene ikke skal hensyntas, innebærer i praksis at de tilfaller morselskapet.

I skjønnspraksis har det vært varierende syn på hensyntagen av synergieffekter.

I en rekke skjønn har retten tatt hensyn til synergieffekter.¹⁹⁴

¹⁹³ Sletten 2004 s. 12.

¹⁹⁴ Se blant annet Asker og Bærum herredsretts skjønn 08.11.96, i Asker og Bærum herredsretts skjønn 04.07.80 og Bergen byretts skjønn 16.12.91.

I RG 1998 side 691 (Jæren) og Stavanger byretts skjønn 18.03 92 ble synergieffekter holdt utenfor ved verdsettelsen. Rettens begrunnelse var at det ikke var rimelig at minoritetsaksjonærene som først sa nei til innløsningstilbudet og dermed ikke ønsket å medvirke til en sammenslåing av selskapet, skulle få fordeler av den merverdien sammenslåingen medførte.

I RG 2001 side 258 så retten bort fra synergieffekter oppnådd ved selve innløsningssituasjonen. Synergieffekter skulle ikke hensyntas når det var selve innløsningen og tilbudet i tilknytning til denne som foranledninger at kjøper blir hovedaksjonær og innlemmer selskapet i et konsern med de effekter det gir. Retten sier imidlertid at dersom synergieffektene allerede er oppstått før innløsningstidspunktet basert på kjøpers tidligere frivillige tilbud og aksjonærenes aksepter, og det allerede da oppstod en situasjon hvor det kun gjenstod en liten minoritetspost som skulle innløses senere, ville bli uriktig å legge til grunn en tenkt situasjon hvor selskapet står alene. Retten kom derfor til at man skulle legge til grunn verdien på aksjene i målselskapet basert på at målselskapet allerede var en del av konsernet som skulle vurderes, og at det var eventuelle synergieffekter oppnådd ved selve innløsningsbeslutningen det skulle ses bort fra. Lignende synspunkter er også lagt til grunn i Oslo byretts skjønn 15.02.00, Hardanger tingretts skjønn 23.09.02 og Asker og Bærum tingretts skjønn 08.12.03.

Skjønnspraksis er noe sprikende, men det kan synes som om det har vært en tendens at man har lagt vekt på synergieffekter i de senere år. Spørsmålet ble ikke behandlet i Norway Seafoods-dommen.

I den juridiske teori er det også uenighet om spørsmålet.

Hansen¹⁹⁵ mener man ikke skal ta hensyn til synergigevinster siden man ved verdsettelsen skal bygge på selskapets fortsatte drift. Virksomheten skal derfor være som den i hovedtrekk var da minoritetsaksjonærene ble tvangsinnløst. Videre ville hensyntagen til synergieffekter i verdivurderingen kunne medføre at morselskapet utsatte nødvendige restruktureringer av virksomheten til utløsningssummen for aksjene var fastsatt. På den måten ville morselskapet unngå at synergigevinstene medførte en høyere utløsningssum.

Krohn¹⁹⁶ mener derimot det er forventningene per verdsettelsestidspunktet som er avgjørende. Om og når de faktisk realiseres er ikke avgjørende for verdien. Videre sier han at i en oppkjøpssituasjon er synergieffektene reflektert i børskursen. Dermed vil det være vanskelig å se bort fra synergieffektene. Dersom man skal se bort fra synergieffekter kan man dermed ikke bygge på observert markedsverdi.

Han mener synergieffekter som må ventes reflektert i den ordinære kursdannelse i aksjemarkedet, skal hensyntas. Det samme sier han gjelder for synergieffekter som er så klare og tilgjengelige at de må ventes å påvirke kursdannelsen ved omsetning av hele selskapet. Synergieffekter som ikke reflekteres i en oppkjøpssituasjon skal derimot etter hans mening ikke hensyntas.

Etter min mening er det en rimelig løsning å ta hensyn til synergier som følge av oppkjøpet dersom de er oppstått før innløsningstidspunktet. Det er mer tvilsomt om synergieffekter oppnådd på grunn av tvangsinnløsningen skal hensyntas. Siden minoritetsaksjonærene ikke har noen berettigede forventninger om å ta del i disse gevinstene, vil den beste løsning etter min mening være å ikke hensynta slike synergieffekter som de sistnevnte.

¹⁹⁵ Hansen 1997 s. 202.

¹⁹⁶ Krohn 2000 s. 90-94.

8 Kort om renter og saksomkostninger

8.1 Renter

Fra og med tidspunktet for beslutning om å foreta tvangsinnløsning er minoriteten fratatt rådigheten over aksjene. Utbetaling av løsningssummen skjer på et senere tidspunkt, tidligst to måneder etter innløsnings tidspunktet. Hvor lang tid det går til utbetaling skjer, avhenger av om tilbudet om løsningssum aksepteres eller ikke. Et spørsmål som oppstår er dermed om de innløste aksjonærer skal ha erstattet renter for denne perioden.

Asl./asal. § 4-26/25 inneholder ingen hjemmel for å tilkjenne renter. Majoritetsaksjonæren skal imidlertid etter asl./asal. § 4-26/25 femte ledd annet punktum innbetale tilbudsbeløpet på særskilt konto. Det vanlige er at det betales rente på innskudd. Reelle hensyn taler derfor for at det betales rente også i tvangsinnløsningstilfeller.

Ifølge Krohn¹⁹⁷ er det sedvanerett at det tilkjennes renter. Dette begrunnes med at det er dannet en skjønnspraksis som er fast og akseptert, og som lovgiver ikke gjorde forsøk på å endre under forberedelsen av aksjelovene av 1997.

Trenden i skjønnspraksis er at det skal betales en avsavnsrente.¹⁹⁸ Beregningen av denne kan skje på to måter, enten slik at minoriteten skal settes i en situasjon som om tvangsinnløsning ikke hadde skjedd, eller at minoriteten skal ha rente som tilsvarer den kredittytelse de har gitt majoritetsaksjonæren.¹⁹⁹ Poenget er uansett at avsavnsrenten står i et rimelig forhold til markedsforholdene.²⁰⁰

I Norway Seafoods-saken ble minoriteten i lagmannsretten tilkjent 7,5 % rente med tillegg av rentes rente. Høyesteretts kjæremålsutvalg sluttet seg til dette da de nektet å fremme anke vedrørende dette spørsmålet.

Etter dette må konklusjonen bli at det skal betales renter ved tvangsinnløsning.

¹⁹⁷ Krohn 2000 s. 135.

¹⁹⁸ Krohn 2000 s. 135.

¹⁹⁹ Woxholth 2003 s. 75.

²⁰⁰ Woxholth 2003 s. 75.

8.2 Saksomkostninger

Hovedregelen om rettens omkostninger er at det er morselskapet som skal betale saksomkostningene, jfr. asl./asal. § 4-26/25 annet ledd første punktum. Unntak kan imidlertid tenkes ”når særlige grunner taler for det”, jfr. annet punktum. Unntaket er særlig myntet på tilfeller hvor minoritetsaksjonærene har begjært rettslig skjønn til tross for at morselskapet har kommet med et rimelig tilbud.²⁰¹ Det antas imidlertid at det skal mye til for at unntaket skal komme til anvendelse.²⁰² Ved overskjønn gjelder skjønnsloven § 54 a og b, se § 42 tredje ledd.

Ansvar for partenes saksomkostninger til advokat, sakkyndig bistand og så videre, reguleres av skjønnsloven § 42.²⁰³

Hvis det er morselskapet som krever tvangsinnløsning, må morselskapet dekke disse saksomkostningene,²⁰⁴ siden det da er den part som ”har interesse av inngrepet”, jfr. skjl. § 42 første ledd første punktum.

Dersom det er noen av minoritetsaksjonærene som krever tvangsinnløsningen, er det i realiteten disse som har interesse av innløsningen etter skjl. § 42. Det kan imidlertid neppe være riktig at minoritetsaksjonærene skal erstatte saksomkostninger i dette tilfellet.²⁰⁵

Antagelig må det i slike tilfeller være riktig å anvende de vanlige saksomkostningsreglene i tvistemålsloven kapittel 13, jfr. skjl. § 43 første ledd.²⁰⁶

²⁰¹ Jfr. Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 207.

²⁰² Jfr. Krohn 2000 s. 152 og Wahlstrøm 1994 s. 222.

²⁰³ Jfr. Rt. 2003 side 1857 avsnitt 18.

²⁰⁴ Jfr. Aarbakke mfl. 2004 s. 306.

²⁰⁵ Se Krohn 2000 s. 154 som mener dette harmonerer dårlig med regelen i asl./asal. § 4-26/25 hvor morselskapet betaler rettens omkostninger uansett om det er majoritetsaksjonæren eller minoritetsaksjonærene som har krevet tvangsinnløsning.

²⁰⁶ Jfr. Aarbakke mfl. 2004 s. 306.

9 Kilder

9.1 Lover

Aksjeloven (asl.)	Lov om aksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 44
Allmennaksjeloven (asal.)	Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 45
Avtaleloven (avtl.)	Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt, og om ugyldige viljeserklæringer 31. mai 1918 nr. 4
Børsloven (børsl.)	Lov om børsvirksomhet m.m. 17. november 2000 nr. 80
Verdipapirhandelloyen (vphl.)	Lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79
Regnskapsloven (rskl.)	Lov om årsregnskap m.v. 17. juli 1998 nr. 56
Skjønnsloven (skjl.)	Lov om skjønn og ekspropriasjonssaker 1. juni 1917 nr. 1
Tvistemålsloven (tvml.)	Lov om rettergangsmåten for tvistemål 13. august 1915 nr. 6

9.2 Forskrifter

Børsforskriften	Forskrift 17. januar 1994 nr. 30
-----------------	----------------------------------

9.3 Forarbeider

NOU 2005:17	Om overtakelsestilbud (tilbudspåkt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 1996:3	Ny aksjelovgivning
NOU 1992:29	Lov om aksjeselskaper
Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970.	

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997)	om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
Ot.prp. nr. 39 (1996-1997)	Om lov om endringer i annen lovgivning som følge av ny aksjelovgivning m.v.
Ot.prp. nr. 36 (1993-1994)	om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)
Ot.prp. nr. 19 (1974-1975)	om aksjeselskaper
Innst.O. nr. 45 (1994-1995)	Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskap (aksjeloven).
Innst.O. nr. 80 (1996-1997)	Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringar i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgjeving m.m.

9.4 Høringsnotat

Justisdepartementets høringsnotat 28.6.2004	Etterkontroll av lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper
--	---

9.5 Domsregister

9.5.1 Norsk Retstidende (Rt)

Rt. 2003 side 1857	TRG (Europe) B.V.
Rt. 2003 side 713	Norway Seafoods-dommen
Rt. 1991 side 119	Erstatningsansvar for styremedlemmer
Rt. 1986 side 765	Forkjøpsrett til aksjer
Rt. 1988 side 276	Røstad-dommen
Rt. 1979 side 572	”Bankdemokratiseringsloven”
Rt. 1963 side 622	Prince Charles-dommen
Rt. 1957 side 778	Sirkusteltdommen
Rt. 1952 side 1217	To mistenkelige personer-dommen

9.5.2 Rettens Gang (RG)

Kjennelse Borgarting lagmannsrett 22.06.05, publisert: LB-2004-36996

Kjennelse Borgarting lagmannsrett 15.07.05, publisert: LB-2005-22283

Kjennelse Borgarting lagmannsrett 12.06.02, publisert: LB-2001-2351

RG 2001 side 258 (Oslo)

RG 1998 side 691 (Jæren)

RG 1999 side 9 (Borgarting)

RG 1982 side 758 (Oslo)

9.5.3 Skjønnspraksis

Asker og Bærum tingrett 04.04.01 Norway Seafoods

Asker og Bærum tingrett 08.12.03 Offshore Heavy Transport

Hardanger tingrett 23.09.02 Bjølvefossen

Oslo byrett 15.02.00 Marine Drilling

Oslo byrett 06.09.99 Aker Brygge – 96-05213 B/22

Asker og Bærum herredsrett
08.11.96 Norminol – 95-2584B/02

Nedre Romerike herredsrett
29.01.93 HCA Mellbye – 92-00357 B

Voldgift 22.06.92 Viking Askim A/S

Stavanger byrett 18.03.92 Borerigg – 4/88 BII

Bergen byrett 16.12.91 Vesta – 90-00997 B

Sandefjord byrett 21.03.91 Virik – 1/1991 B

Bergen byrett 28.09.90 Norway Line – B-75/1989

Bergen byrett 20.11.90 BMV – B-60/1989

Asker og Bærum herredsrett
04.07.80 Pallas – B 83/1979

9.5.4 Nytt juridisk arkiv (NJA)

NJA 1996 side 293 ”Balkensaken”

NJA 1957 side 1

9.6 Trykket litteratur

- Andenæs 1998
Andenæs, Mads Henry
Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper
1. utg. Oslo: eget forlag, 1998
ISBN 82-91064-12-1
- Andersen 2003
Andersen, Trond-Erik
Minoritetsaksjer i fokus
i Revisjon og Regnskap årg. 73, nr. 5 / 2003, s. 32-34
- Bechmann mfl. 2002
Bechmann, Tor; Bergo, Knut; Bjørnsen, Jan;
Sæhlie, Per Anders; Trøbråten, Kjersti Tøgård
Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave
Oslo: Universitetsforlaget, 2002
ISBN 82-15-00142-4
- Bergman 1992
Bergman, Erik og Hellner, Peter
*Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen
av aktier*
Stockholm; Juristförlaget, 1992
ISBN 91-7598-554-3
- Bergo 2004
Bergo, Knut
Børs- og verdipapirrett
Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 2004
ISBN 82-02-21851-9
- Boye og Dahl 1997
Boye, Knut; Dahl, Gunnar
Verdsettelsesmodeller
i *Verdsettelse i teori og praksis*
Festskrift til Knut Boye
Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 1997, s. 3-37.
ISBN 82-456-0198-5
- Bråthen 1996
Bråthen, Tore
Personalklausuler i aksjeselskaper
Oslo: Ad Notam Gyldendal, 1996
ISBN 82-417-0733-9
- Bråthen 1999
Bråthen, Tore
Tvangsinnløsning av aksjonærminoritet
i *Magma* årg. 2, nr. 5, 1999, s. 10-12.

- | | |
|--------------------------|---|
| Christensen 2001 | Christensen, Rudi Mikal
<i>Verdsettelse ved tvangsinnløsning av aksjeminoriteter</i>
Studentavhandling nr. 107, 2001
Det juridiske fakultet,
Universitetet i Tromsø |
| Christensen 1996 | Christensen, Ståle
<i>Verdsettelse av aksjer ved tvangsinnløsning etter Al. § 14-9</i>
<i>En studie av rettspraksis i Norge</i>
Skriftlig arbeid ved Høyere Avdelings Studium i
Bedriftsøkonomisk Analyse, 1996
Norges Handelshøyskole |
| Eckhoff og Helgesen 2001 | Eckhoff, Torstein; Helgesen, Jan E.
<i>Rettskildelære</i>
5. utg. Oslo: Universitetsforlaget, 2001
ISBN 82-518-3988-2 |
| Fleischer 1998 | Fleischer, Carl August
<i>Rettskilder og juridisk metode</i>
Oslo: Ad notam Gyldendal, 1998
ISBN 82-417-0954-4 |
| Flodhammar 1980 | Flodhammar, Gunnar
<i>Företagsvärdering vid tvångsinlösen</i>
Lund: P.A. Norstedt & Söner Forlag, 1980
ISBN 91-1-807211-9 |
| Giertsen 1995 | Giertsen, Johan
<i>Generasjonsskifte</i>
Bergen: Universitetsforlaget, 1995
ISBN 82-00-22361-2 |
| Hansen 1997 | Hansen, Terje
<i>Verdsettelse ved vangsinnløsning av aksjer</i>
<i>i Verdsettelse i teori og praksis</i>
Festskrift til Knut Boye
Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 1997, s. 193-204.
ISBN 82-456-0198-5 |

- Johansson 2003
Johansson, Fredrik; Nikolaisen, Guri Lise;
Krosvik, Nils Erik
Verdsettelse av aksjer ved tvangsinnløsning
Diplomoppgave, Handelshøyskolen BI Sandvika, 2003
- Kinserdal 1998
Kinserdal, Arne
Grunnleggende regnskapsforståelse
3. utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 1998
ISBN 82-456-0610-3
- Krohn 2000
Krohn, Mads
Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall
i Tidsskrift for forretningsjus, nr. 1 / 2000, s. 20-160
- Krohn 2005
Krohn, Mads
Norway Seafoods-dommen
- hvordan skal dommen forstås og hvilke
konsekvenser kan den få?
Foreløpig upublisert artikkel
- Sletten 2004
Sletten, Gaute; Willumsen, Harald
Verdsettelse ved minoritetsutløsning – hva gir
NORWAY SEAFOODS-dommen svar på, og hvilke
spørsmål står fortsatt ubesvarte?
i Praktisk økonomi og finans, nr. 1, 2004, s. 3-14.
- Steinsvik 2001
Steinsvik, Kine
Tvangsinnløsning av aksjer – en analyse av
majoritetskravet og fremgangsmåten når
innløsningskravet kommer fra en av selskapets
minoritetseiere
Studentavhandling nr. 106, 2001
Det juridiske fakultet,
Universitetet i Tromsø
- Truyen 2003
Truyen, Filip
Norway Seafoods-dommen: Et signal om bedre
minoritetsvern?
i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr. 3, 2003,
s. 343-356
- Wahlstrøm 1994
Wahlstrøm, Erik
Tvangsinnløsning av aksjeminoriteter
i Lov og Rett 1994, s. 210 flg.

Woxholth 2001

Woxholth, Geir

Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning

4.utg, 2.opplag Oslo: Gyldendal Norsk Forlag, 2001

ISBN 82-05-28747-3

Woxholth 2003

Woxholth, Geir

Tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv etter

Aksjeloven § 4-26, sammenholdt med

Allmennaksjeloven § 4-25

i Skriftserie for jus nr. 3

Oslo: Gyldendal Norsk Forlag, 2003

ISBN 82-05-31631-7

Aarbakke 1986

Aarbakke, Magnus

Tvangsovertakelse av aksjeminoriteter etter

aksjelovens § 14-9 – fastsettelse av vederlaget

Betenkning avgitt i anledning tvangsinnløsning i

Saugbruksforeningen

Upublisert, datert 5. juni 1986

Aarbakke mfl. 2004

Aarbakke, Magnus; Aarbakke, Asle; Knudsen,

Gudmund; Ofstad, Tone; Skåre, Jan

Aksjeloven og allmennaksjeloven

2.utg. Oslo: Universitetsforlaget, 2004

ISBN 82-15-00536-5